

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 12. Juni 1970 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet¹⁾:

1. Teil

Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

In den Vereinigten Staaten hat sich die wirtschaftliche Aktivität in den vergangenen Monaten zusehends abgeschwächt. In letzter Zeit mehrten sich die Zeichen eines Umschwunges im psychologischen Konjunkturklima. In den übrigen Industrieländern dauert die Hochkonjunktur mit kaum verminderter Intensität weiterhin an. Daran ändern auch die bisher ergriffenen Dämpfungsmaßnahmen nur wenig. Entgegen früheren Prognosen wird nunmehr für das laufende Jahr in Europa eine im Vergleich zum Vorjahr nur geringfügig verminderte Zuwachsrate des realen Bruttosozialproduktes (5% gegen 5,5%) für möglich erachtet. Dabei ist diese Abschwächung mehr auf die begrenzte Anpassungsfähigkeit des Angebots denn auf eine Abschwächung der Nachfrage zurückzuführen.

Allenthalben haben sich in den ersten Monaten dieses Jahres die Inflationstendenzen erheblich verstärkt. Selbst in den Vereinigten Staaten sind die Konsumentenpreise nach wie vor im Steigen begriffen. Hervorstechendstes Merkmal der jüngsten Entwicklungstendenzen ist zweifellos die Welle progressiver Lohnsteigerungen, die in Ländern wie Großbritannien, Italien, der Bundesrepublik und Japan Zuwachsraten in der Größenordnung von 15 bis 20% erreicht hat. Die weitverbreitete Lohnhause, die sich erst in den kommenden Monaten voll auswirken wird, dürfte angesichts der in den meisten Ländern weitgehend ausgeschöpften Produktionskapazitäten und der herrschenden Knappheit an Arbeitskräften den Nachfrageüberhang noch verstärken. Dies wird es den Unternehmen erleichtern, die gestiegenen Lohnkosten auf die Preise zu überwälzen. Der Wille und die Bereitschaft, der Geldentwertung Einhalt zu gebieten, scheinen vielerorts zu erlahmen. Die Lohn- und Preissteigerungen in den Partnerländern dienen dabei als Entschuldigung und Rechtfertigung für das eigene «laissez faire»; denn der Kosten- und Preisaufrtrieb im eigenen Land scheint die internationale Wettbewerbsstellung nicht zu gefährden, solange er sich im Gleichschritt mit der Entwicklung im Ausland hält.

Wir sehen uns heute einer weltweiten Beschleunigung der Inflationsspirale gegenüber, die ihrer nachteiligen Folgen wegen Besorgnis erregt. Ihre Auswirkungen ver-

fälschen nicht nur das Funktionieren der Marktkräfte, sondern beeinträchtigen den gesamten Bereich der Sozialbeziehungen. Es ist daher bedauerlich, daß allzu viele Regierungen gegenwärtig aus wahlpolitischen Überlegungen darauf verzichten, energischere Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung zu ergreifen. Mehr denn je wird einseitig auf die Geld- und Kreditpolitik der Notenbanken abgestellt. Die Erfahrungen haben indessen zur Genüge bewiesen, daß monetäre Maßnahmen, die auf sich allein gestellt bleiben, von relativ begrenztem Wirkungsgrad sind.

In den *Vereinigten Staaten* hat sich die Wirtschaftstätigkeit seit dem dritten Quartal des letzten Jahres sukzessive abgeschwächt, ohne daß dadurch jedoch bisher die inflatorische Entwicklung der Löhne und Preise wirksam gebremst worden wäre. Die restriktive Kreditpolitik des Notenbanksystems und die Verteuerung der Zinskosten haben insbesondere zu einem Rückgang des Wohnungsbaus geführt. Deutlich nachgelassen hat sodann auch der Absatz dauerhafter Konsumgüter wie Fernsehapparate und Autos. Die Regierung hat die Ausweitung der Staatsausgaben spürbar eingedämmt. In verschiedenen von Staatsaufträgen stark abhängigen Industriezweigen, so namentlich der Raumfahrtindustrie, begann sich dies dämpfend auszuwirken. Die Arbeitslosenrate ist in den letzten Monaten rasch angestiegen; sie hat im Mai den Satz von 5% erreicht.

Trotz dieser unverkennbaren Abschwächung der Auftriebskräfte sind sowohl die Entwicklung der Lebenshaltungskosten als auch die Investitionsaufwendungen für den Produktionsapparat bisher weiter angestiegen. Der Index der Konsumentenpreise wies im April eine neue Rekordüberhöhung von 7,2% gegenüber dem Vorjahr auf. Es macht aber den Anschein, daß sich bei den Großhandelspreisen bereits eine weitgehende Beruhigung des Auftriebs angebahnt hat.

Bis Ende März herrschte in offiziellen Kreisen die Auffassung vor, die graduelle Verlangsamung des wirtschaftlichen Wachstums in den USA werde nächstens den angestrebten Gleichgewichtspfad erreichen. Man glaubte auch, der inflatorische Preisaufrtrieb werde, wenn auch mit einiger zeitlicher Verzögerung, damit ebenfalls nachlassen. Von der zweiten Hälfte des Jahres an würde dann wieder eine leichte Belebung der wirtschaftlichen Aktivität ohne inflatorische Impulse möglich sein. Im Laufe des Monats April traten jedoch verschiedene Ereignisse ein, welche offensichtlich auch in offiziellen Kreisen Zweifel daran haben aufkommen lassen, ob der weitere Verlauf der Wirtschaft diesen Erwartungen folgen wird. Zunächst sah sich die Regierung nach einem Streik der Postbeamten zu einer substantiellen Erhöhung der Gehälter aller Staatsbeamten gezwungen. Das angestrebte Budgetgleichgewicht geriet damit in Gefahr. Die Entwicklung im Fernen Osten und die dadurch aus-

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

gelösten Unruhen an den amerikanischen Universitäten, die sinkende Gewinne oder gar Verluste aufzeigenden Geschäftsabschlüsse zahlreicher amerikanischer Unternehmungen, Enttäuschung über das unverminderte Anhalten der Kreditanspannung und der hohen Zinssätze sowie weitere Faktoren scheinen zusammen einen gewissen Vertrauensschwund ausgelöst zu haben, der seinen sichtbaren ökonomischen Niederschlag in einem starken Sturz der Börsenkurse fand. Wohl hat sich inzwischen die Unruhe wieder weitgehend gelegt, und auch die Börsenkurse haben sich merklich erholt. Noch läßt sich jedoch nicht überblicken, ob die jüngsten Ereignisse lediglich ein vorübergehendes Phänomen darstellen oder einen Wendepunkt im Wirtschaftsklima der Vereinigten Staaten bedeuten, der die Inflationsmentalität, an der die bisherige Politik gradueller, niemanden recht schmerzender Konjunkturdämpfung zu scheitern schien, gebrochen hat. Vorerst besteht deshalb Ungewißheit darüber, ob die konjunkturelle Abschwächung fort dauern und auch zu einer Beruhigung des Investitionsbooms und Preisauftriebs führen wird oder ob nicht, unterstützt durch expansive Maßnahmen, die Wirtschaft doch im zweiten Semester einer neuen Aufschwungsphase entgegengeht, bevor die gegenwärtige Preisinflation wirklich ausgelaufen ist. Entgegen den Intentionen der Administration schließt die Staatsrechnung 1969/70 statt mit einem Einnahmenüberschuß mit einem Defizit, und auch im Budget für das kommende Fiskaljahr 1970/71 mußte anstelle des geplanten Überschusses bereits ein Fehlbetrag einkalkuliert werden. Die Währungsbehörden haben bisher erklärt, daß sie trotz gewissen Lockerungen vorderhand ihre grundsätzlich restriktive Politik weiterführen wollen. Angesichts der großen Bedeutung, die das Wirtschaftsgeschehen der Vereinigten Staaten für die ganze übrige Welt besitzt, ist seiner Entwicklung in den kommenden Monaten besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

In *Großbritannien* hat sich im vergangenen Jahr das Wachstum der Wirtschaft stark abgeschwächt (Zuwachsrate des realen Brutto sozialprodukts 1969 + 1,7% gegen 1968 + 2,7%). Dazu hat neben der Verlangsamung der privaten Konsumausgaben vor allem ein Rückgang der Anlageinvestitionen beigetragen. Dadurch erweiterte sich der Spielraum für eine kräftige Steigerung der Exporte und wurde eine substantielle Besserung der Handelsbilanz ermöglicht. Im laufenden Jahr ist nun unter dem Einfluß sehr bedeutender Lohn- und Gehaltserhöhungen mit einer kräftigen Zunahme der Binnennachfrage und allgemein mit einer höheren Wachstumsrate zu rechnen. Die britische Regierung hat in den vergangenen Monaten auf jegliche Einflußnahme auf die Einkommensentwicklung verzichtet. Angesichts der erfreulichen Zahlungsbilanzentwicklung ist die restriktive Geld- und Kreditpolitik in letzter Zeit gelockert worden. Damit sollte vor allem die Investitionstätigkeit der Privatwirtschaft, die sich rückläufig entwickelt hatte, angeregt werden. Bemerkenswert ist, daß die Zahl der Arbeitslosen zugenommen und mit 617 000 einen ungewöhnlich hohen Stand erreicht hat. Es wäre denkbar, daß die starke Lohnkostensteigerung die Unternehmungen zu Rationalisierungsmaßnahmen zwecks Einsparung von Arbeits-

kräften veranlaßt und dies die Zahl der Arbeitslosen erhöht hat. Die Lohnentwicklung der letzten Monate könnte Schatten auf die bisher so erfreuliche Entwicklung der Handels- und Ertragsbilanz werfen.

Die *französische* Wirtschaft hat in den vergangenen Monaten den Weg aus einem Zustand konjunktureller Überhitzung zu einem besseren Gleichgewicht sowohl der Binnen- als auch der Außenwirtschaft zurückgefunden. Die übersetzte Expansion der Inlandnachfrage ist seit dem Herbst letzten Jahres sukzessive in einen normalen Rhythmus übergegangen. Dagegen sind die Exporte in raschem Anstieg begriffen, angeregt nicht zuletzt durch die starke konjunkturelle Expansion in den EWG-Partner-Ländern. Die Preise haben sich im Vergleich zu den anderen Ländern bisher relativ günstig entwickelt. Anlaß zu einiger Besorgnis geben auch in Frankreich die Tendenzen zu verstärkten Lohnerhöhungen. Der Arbeitsmarkt ist stark angespannt. Die Regierung ist bestrebt, das erreichte Gleichgewicht durch eine vorsichtige Budget- und Kreditpolitik aufrechtzuerhalten.

In der *Bundesrepublik Deutschland* ist bisher noch kein Nachlassen der starken Auftriebskräfte zu erkennen. Wohl hat sich das Wachstumstempo in letzter Zeit etwas verlangsamt. Dies scheint jedoch mehr dem abnehmenden Wachstumsspielraum des stark ausgelasteten Produktionsapparates und Arbeitsmarktes als einer Abschwächung der Nachfrage zuzuschreiben zu sein. In der Industrie wie in der Bauwirtschaft haben sich die Auftragsbestände bisher eher erhöht als vermindert. Außer von der Exportnachfrage, die auf hohem Stande weiterläuft, gehen die Auftriebskräfte vor allem vom inländischen Bausektor aus. Die Preise sind im Steigen begriffen. Der Index der Konsumentenpreise lag im April um 3,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. In ganz ungewöhnlichem Maße sind im Verlaufe der vergangenen Monate die Löhne angestiegen. Die Stundenverdienste haben von März 1969 bis März 1970 um 15% zugenommen. Weitere Lohnerhöhungen sind inzwischen in verschiedenen wichtigen Wirtschaftszweigen in der Größenordnung zwischen 8–12% zugestanden worden. Die Regierung hat bisher auf steuerliche Dämpfungsmaßnahmen verzichtet, obschon sie im Rahmen des sogenannten Stabilitätsgesetzes über die erforderlichen Kompetenzen verfügt. Sie hat sich bemüht, die Staatsausgaben durch Aufstellen von Eventualbudgets und deren zeitliche Aufschiebung einzudämmen. Das Hauptgewicht der Konjunkturdämpfungspolitik ruht gegenwärtig auf den geld- und kreditpolitischen Maßnahmen der Bundesbank. Durch Verschärfung ihrer Diskont- und Mindestreservepolitik hat sie versucht, die Nachfrageexpansion von der monetären Seite her zu beschränken. Der starke Abfluß von Geldern ins Ausland nach der D-Mark-Aufwertung kam diesen Bestrebungen zunächst entgegen, indem dieser zu Beginn des Jahres zu einer empfindlichen Liquiditätsverknappung führte. Der künstlich geförderte Anstieg der Zinssätze im Inland hat inzwischen jedoch deutsche Unternehmen veranlaßt, sich Mittel am Euromarkt zu beschaffen, was wiederum die Wirksamkeit der monetären Maßnahmen der Bundesbank vermindert.

Italiens Wirtschaft befindet sich ebenfalls in einer Phase starker Expansion. Das Bruttosozialprodukt erreichte im vergangenen Jahr eine nominelle Wachstumsrate von 14% und nahm real um 7% zu, obschon die Wirtschaft vom Herbst an durch eine Kette sich folgender Streiks in ihrer Entwicklung beeinträchtigt wurde. Bei labilen politischen Verhältnissen dauert die soziale Unrast unvermindert an. Die Gewerkschaften haben massive Lohnerhöhungen erreicht. Vorderhand ist der Preisanstieg, gemessen am Index der Konsumentenpreise, noch relativ mäßig. Der Index erhöhte sich im Jahre 1969 «nur» um 4,2%. In letzter Zeit ist allerdings eine Beschleunigung des Preisauftriebs festzustellen, die sich in den kommenden Monaten fortsetzen dürfte. Die internationale Wettbewerbsstellung Italiens scheint durch die Entwicklung an der sozialen Front gegenwärtig noch nicht spürbar beeinträchtigt worden zu sein. Offenbar waren beträchtliche Reserven für Produktivitätssteigerungen vorhanden. Ferner haben die Aufwertung in der Bundesrepublik und die Lohnerhöhungen in anderen wichtigen Absatzländern einer Verschlechterung der Konkurrenzverhältnisse entgegen gewirkt. Bemerkenswert ist, daß, wie übrigens auch in anderen Ländern, die Gewerkschaften diese Kostensteigerungen im Ausland als Argument für ihre Lohnforderungen geltend machen.

Anhaltende Hochkonjunktur herrscht weiterhin in *Japan*. Konzentrierten sich die Auftriebskräfte bisher vornehmlich auf die Exportnachfrage und die Investitionstätigkeit, so hat in letzter Zeit namentlich die private Konsumnachfrage stark zugenommen. Die Industrielöhne sind in raschem Steigen begriffen. Das Preisniveau hat sich zusehends erhöht (Index der Konsumentenpreise 1969 + 6,4%). Die Bank von Japan hat im Hinblick auf diese Entwicklung restriktive Maßnahmen (Kreditwachstumsbegrenzung) ergriffen.

Konjunkturelle Überhitzung, verbunden mit starkem Preisauftrieb, beherrscht auch die Szene in *Kanada*. Neben zahlungsbilanz- und währungsreservepolitischen Überlegungen hat nicht zuletzt die Besorgnis über die inflationären Tendenzen die kanadischen Behörden Anfang Juni dazu bewogen, den Wechselkurs des kanadischen Dollars vorübergehend über die bisherigen Interventionslimiten hinaus ansteigen zu lassen.

Die Entwicklungstendenzen in den kleineren Ländern Europas, auf die hier nicht näher eingegangen werden kann, unterscheiden sich im großen und ganzen nur durch gewisse Nuancen von der geschilderten Situation in ihren größeren Nachbarländern.

Zum internationalen Währungsgeschehen

Die Entspannung und Beruhigung der internationalen Währungsverhältnisse, die den Paritätsänderungen Frankreichs und der Bundesrepublik im Herbst letzten Jahres folgten, hielten während der vergangenen Monate durchwegs an. Verschiedene Faktoren haben dazu beigetragen, daß sich das internationale Währungsgesche-

hen nach dem zeitweise hektischen, von ständiger Nervosität und Unsicherheit begleiteten Verlauf der letzten Jahre in jüngster Zeit sehr ruhig entwickelt hat.

An erster Stelle ist auf die Besserung der Zahlungsbilanzverhältnisse einiger bedeutender Industrieländer hinzuweisen. Besondere Bedeutung kommt hier vor allem der Tatsache zu, daß es Großbritannien nach jahrelangen Anstrengungen nunmehr gelungen ist, einen namhaften Überschuß seiner Zahlungsbilanz zu erzielen. Hatte sich während der ersten Monate des vergangenen Jahres bereits die Bilanz der Dienstleistungen günstig entwickelt, so schloß in der zweiten Jahreshälfte auch die britische Handelsbilanz mit sukzessive ansteigenden Aktivsaldo. Da zugleich auch im Kapitalverkehr eine positive Wendung eintrat und insbesondere nach der D-Mark-Aufwertung bedeutende Gelder nach Großbritannien zurückflossen, ergab sich für 1969 ein Zahlungsbilanzüberschuß von 1366 Millionen Dollar. Hatte die britische Regierung vor Jahresfrist im Einvernehmen mit dem Internationalen Währungsfonds einen Überschuß von 720 Millionen Dollar für das Fiskaljahr April 1969/März 1970 angestrebt, so konnte sie nun einen Aktivsaldo verzeichnen, der mit 1,3 Milliarden Dollar nahezu doppelt so hoch ausfiel.

Diese überraschend günstige Entwicklung ermöglichte es den britischen Währungsbehörden, bis heute nahezu alle kurzfristigen Währungskredite von Notenbanken zurückzuzahlen. Insgesamt konnte Großbritannien die Währungshilfen um mehrere Milliarden Dollar abtragen. Es stehen nun insbesondere noch die mittelfristigen Währungskredite, die Großbritannien in den letzten Jahren beim Währungsfonds aufnahm, zur Rückzahlung aus.

Der Umschwung der britischen Zahlungsbilanz ist durch das Zusammentreffen einer Reihe besonders vorteilhafter Umstände – unter anderem starker Aufschwung des Welthandelsvolumens, hohe Einnahmen auf ausländischen Investitionen – begünstigt worden, die sich im laufenden Jahr kaum in gleicher Weise wiederholen dürften. Die britischen Behörden rechnen denn auch derzeit für das laufende Jahr mit einem wesentlich geringeren Zahlungsbilanzüberschuß als für 1969. Zu gewissen Bedenken Anlaß gibt nun in letzter Zeit allerdings die bereits an anderer Stelle erwähnte kräftige Belebung der inländischen Nachfrage im Gefolge der außerordentlich hohen Lohnsteigerungen. Seit Februar dieses Jahres zeichnet sich ein Rückgang des Handelsbilanzüberschusses ab, bedingt sowohl durch rascher steigende Importe als auch nachlassende Exportzuwachsrate. Es ist dringend zu hoffen, daß die nach langen Jahren erreichte Sanierung der britischen Zahlungsbilanz aufrechterhalten werden kann.

Rascher als erwartet hat sich in den vergangenen Monaten die Währungslage *Frankreichs* normalisiert. Auch hier sind nach vollzogener Aufwertung in der Bundesrepublik bedeutende Gelder aus dem Ausland wieder zugeflossen. Die Handelsbilanz hat sich sukzessive verbessert und ist vom März dieses Jahres an leicht aktiv geworden. Die französischen Währungsbehörden waren

dank dieser günstigen Entwicklung in der Lage, bereits sämtliche kurzfristigen Notenbankkredite, die sie nach der kritischen Entwicklung vom Frühsommer 1968 hatten aufnehmen müssen, zurückzuzahlen. Ähnlich wie Großbritannien haben sie zurzeit nur noch mittelfristige Kredite des Währungsfonds von allerdings begrenztem Ausmaß ausstehen.

Wie bereits angedeutet, hatte die *Bundesrepublik Deutschland* in den ersten Monaten nach der Aufwertung einen außerordentlich starken Abfluß von Geldern zu verzeichnen, die ihr zuvor im Zusammenhang mit der lange andauernden öffentlichen Diskussion darüber, ob eine Paritätsänderung nötig oder nicht nötig sei, zugeströmt waren. Dies führte zu einem massiven Rückgang der Währungsreserven. In der Zeit von Ende September 1969 bis Anfang Februar 1970 verlor die Bundesbank – ohne Berücksichtigung der durch die Aufwertung entstandenen buchmäßigen Wertminderung – Währungsreserven im Umfange von rund 19,4 Milliarden D-Mark beziehungsweise rund 42%. Der Devisenabfluß aus der Bundesrepublik trug zweifellos zur Entspannung der internationalen Währungsverhältnisse maßgeblich bei, kam er doch neben dem Eurodollar-Markt den Währungsreserven verschiedener Notenbanken, wie derjenigen Frankreichs und Großbritanniens, zugute.

Nach dem Abzug der bedeutenden spekulativen Gelder aus der Bundesrepublik wurde deutlich, daß die deutsch Basis-Bilanz (Ertragsbilanz und langfristiger Kapitalverkehr) wegen der ungewöhnlich umfangreichen langfristigen Kapitalexporte bereits seit 1968 passiv geworden war. Der große Zufluß spekulativer Gelder hatte zur Folge, daß dieser Tatsache bis zur Aufwertung kaum Beachtung geschenkt worden war. Zunächst wurden da und dort Bedenken wach, die hohen Kapitalexporte der letzten Zeit könnten während längerer Zeit weiter andauern und zusammen mit dem angestrebten Rückgang der Ertragsbilanzüberschüsse zu einem bedeutenden Zahlungsbilanzdefizit führen. Bereits vom Februar an ließ jedoch der Export langfristigen Kapitals spürbar nach. Es zeigte sich ferner, daß der nach der Aufwertung erwartete Rückgang des Handels- und Ertragsbilanzüberschusses ausblieb. In den ersten vier Monaten 1970 ergab die Handelsbilanz einen Aktivsaldo, der mit rund 4,1 Milliarden D-Mark genau gleich hoch war wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Es scheint, daß die Aufwertung, verstärkt durch massive Lohnerhöhungen, die Wettbewerbsstellung der Bundesrepublik möglicherweise wohl erschwert, jedoch nicht zu eigentlichen Exportausfällen geführt hat. Zum Teil dürfte sie durch Komprimierung der Gewinnmargen aufgefangen worden sein. Im übrigen aber haben die außergewöhnlich hohen Lohnsteigerungen in wichtigen Partnerländern die Verschlechterung der Wettbewerbslage zum Teil anscheinend bereits wieder wettgemacht. Die jüngsten Erfahrungen haben jedenfalls bisher die Befürchtung bekräftigt, daß Aufwertungen wichtiger Länder bei einem internationalen Nachfrageüberhang die wirtschaftspolitische Disziplin der Umwelt zu lockern vermögen. Hohe Lohnforderungen in verschiedenen Partnerländern der Bundesrepublik sind, wie bereits an anderer Stelle angedeutet worden

ist, ausdrücklich mit dem Argument begründet worden, eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsstellung sei nach der Aufwertung Deutschlands nicht zu befürchten. Dies läuft jedoch zugleich dem Ziel der D-Mark-Aufwertung, die Ertragsbilanzüberschüsse der Bundesrepublik zu vermindern, zuwider.

Neben dem Rückgang der langfristigen Kapitalexporte und dem Fortdauern der Ertragsbilanzüberschüsse hat in den letzten beiden Monaten sodann ein erneuter Zufluß kurzfristiger Gelder eingesetzt, bedingt dieses Mal durch die Aufnahme von Euromarkt-Geldern seitens deutscher Unternehmen, die auf diese Weise der Mittelverknappung in der Bundesrepublik auszuweichen suchen. So weist die Devisenbilanz der Bundesrepublik in den Monaten Februar bis April wieder Aktivüberschüsse auf.

Die Zahlungsbilanz *Italiens* schloß im vergangenen Jahr trotz einer aktiven Ertragsbilanz mit einem Defizit von 870 Milliarden Lire. Um den immer größeren Ausmaß annehmenden Kapitalabfluß einzudämmen, ergriffen die Behörden zu Beginn dieses Jahres verschiedene Maßnahmen, die sich bereits spürbar ausgewirkt haben. Trotz eines rückläufigen Ertragsbilanzüberschusses schloß die Gesamtbilanz im März erstmals wieder mit einem leichten Aktivsaldo. Bisher ist es den italienischen Behörden somit gelungen, die negativen Auswirkungen der anhaltenden sozialen Unrast und der starken Lohn- und Nachfrageexpansion auf die Währungsposition des Landes in einem tragbaren Rahmen zu halten.

Während sich in Europa in den vergangenen Monaten eine erfreuliche Entwicklung zu ausgeglicheneren Zahlungsbilanzen – im Falle Großbritanniens zum seit langem erstrebten Überschuß – feststellen läßt, sahen sich Japan und in den letzten Monaten namentlich auch Kanada außerordentlich hohen Zahlungsbilanzüberschüssen gegenüber. Die japanische Regierung ist bemüht, den Ausgleich durch Rückzahlung ausländischer Kredite und Förderung des japanischen Kapitalexportes herzustellen. Gegenüber den Begehren, die Importe zu liberalisieren, haben sich die japanischen Behörden bisher sehr zurückhaltend gezeigt. Kanada hat zu Beginn dieses Monats den Wechselkurs vorübergehend freigegeben und ist bemüht, den Zahlungsbilanzüberschüssen durch eine Erhöhung des Wechselkurses zu begegnen.

Die Zahlungsbilanzlage der Vereinigten Staaten hat sich im ersten Viertel des laufenden Jahres erheblich verschlechtert. Im vergangenen Jahr hatte bekanntlich die Aufnahme bedeutender Gelder am Eurodollar-Markt durch amerikanische Banken und Unternehmungen das Defizit der Basis-Bilanz ausgeglichen. Gemessen an den kurzfristigen Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten gegenüber ausländischen Währungsbehörden hatte die amerikanische Zahlungsbilanz («on official settlements») 1969 gar mit einem Aktivsaldo geschlossen. Zweifellos hat dieser Strom von Eurodollars nach den Vereinigten Staaten wesentlich zur Beruhigung der internationalen Währungsverhältnisse beigetragen. Die ame-

rikanischen Währungsbehörden konnten als Folge dieser Entwicklung eine merkliche Stärkung ihrer Reserveposition verzeichnen.

Die Handels- und Ertragsbilanz hat sich nur unwesentlich verbessert. Der Zustrom ausländischen Kapitals dagegen ist stark zurückgegangen, bedingt teils durch umfangreiche Verkäufe amerikanischer Wertschriften in ausländischem Besitz, teils durch verminderte Aufnahme kurzfristiger Eurodollars seitens amerikanischer Banken. So schloß im ersten Quartal nicht nur die Liquiditätsbilanz, sondern auch die Bilanz «on official settlements» mit einem hohen Fehlbetrag. Sollte sich diese Tendenz in den kommenden Monaten fortsetzen, so könnte dies die internationalen Währungsbeziehungen vor neue Probleme stellen. Die Verhältnisse haben sich gegenüber den früheren Jahren allerdings insofern vorteilhaft verändert, als zahlreiche Länder im vergangenen Jahr beträchtliche Devisenverluste zu verzeichnen hatten und daher einen Zuwachs ihrer Dollarreserven, solange er sich in einem gewissen Rahmen hält, nicht als «unwanted dollar holdings» betrachten dürften. Ferner sehen sich die Vereinigten Staaten nunmehr in der Lage, Sonderziehungsrechte zum Ausgleich ihrer Zahlungsbilanz beziehungsweise zum Rückkauf von Dollarguthaben des Auslandes einzusetzen. Sie haben von dieser Möglichkeit unlängst bereits gegenüber Belgien und den Niederlanden Gebrauch gemacht. Schließlich ist durch die Aufhebung des Gold-Pools im Jahre 1968 und namentlich auch durch die im Dezember letzten Jahres mit Südafrika getroffene Vereinbarung über den Verkauf des neuproduzierten Goldes an den Währungsfonds, falls der Marktpreis 35 Dollar erreicht, einer gegen den Dollar gerichteten Goldspekulation weitgehend der Boden entzogen worden. Das schließt allerdings nicht aus, daß im Falle einer weiteren massiven Verschlechterung der amerikanischen Bilanz nicht doch erneut Mißtrauen gegenüber dem Dollar auftreten und daß dies zu Konversionen in andere Währungen Anlaß geben mag. Dies könnte erneut Unruhe und Unsicherheit an der internationalen Währungsfront hervorrufen.

Die Hauptgefahr einer defizitären amerikanischen Zahlungsbilanz ist indessen zurzeit wohl vor allem darin zu sehen, daß ein starker Dollarzufluß in die Reserven der Notenbank verschiedener Länder den Kampf gegen die konjunkturelle Überhitzung erschweren würde. Die Maßnahmen gegen die Überhitzung beschränken sich zurzeit fast ausschließlich auf den monetären Bereich. So kommt denn den Anstrengungen der amerikanischen Behörden, die Inflation im eigenen Land einzudämmen und die Zahlungsbilanzlage zu verbessern, für die übrige Welt nach wie vor größte Bedeutung zu.

Die Genugtuung über die in den zurückliegenden Monaten eingetretene Beruhigung und Normalisierung der internationalen Währungsverhältnisse sollte keinesfalls zur Auffassung verleiten, daß die Probleme im internationalen Währungsbereich nun ein für allemal weitgehend gelöst seien. Ein Blick auf die verschiedenen Faktoren, die zur Entspannung beigetragen haben, wie auch auf die jüngsten Entwicklungstendenzen, die sich abzuzeichnen

beginnen, zeigt vielmehr, daß in nächster Zeit vermehrte Anstrengungen zur Erhaltung des wirtschaftlichen Gleichgewichts erforderlich sein werden, wenn verhindert werden soll, daß die erreichte relative Stabilität der internationalen Währungsverhältnisse nicht neuerdings in Gefahr gerät. Vor allem die Lohnsteigerungen in einer Reihe von Ländern drohen die erst vor kurzem vollzogene Anpassung der Paritätsverhältnisse wieder in Frage zu stellen und die übrige Welt zur Hinnahme immer höherer Inflationsraten zu zwingen. Ob die Anpassungsprobleme durch «technische» Methoden größerer Flexibilität der Wechselkursanpassung gelöst werden können, wie sie derzeit im Rahmen des Währungsfonds und der «Zehner-Gruppe» besprochen werden, ist nach den bisherigen Ergebnissen fraglich. Ganz abgesehen davon, daß die praktische Verwirklichung derartiger Methoden problematisch erscheint, könnte eine solche Lösung nur um den Preis zunehmender Desintegration in den Wirtschafts- und Finanzbeziehungen erkauft werden. Daher stehen diese Vorschläge denn auch in einem gewissen Widerspruch zu den in neuester Zeit stark intensivierten Bemühungen, die Integration innerhalb der EWG gerade auf dem Gebiet der Währungsbeziehungen durch Einführung starrer Wechselkurse oder mindestens eine Verengung der Kursmargen voranzutreiben, um im Verlaufe des nächsten Jahrzehnts zu einer eigentlichen Währungs- und Wirtschaftsunion zu gelangen.

Die Konjunkturverhältnisse in der Schweiz

Die schweizerische Wirtschaft steht nach wie vor im Sog der von starken Lohn- und Preissteigerungen begleiteten wirtschaftlichen Expansion, die in der Mehrzahl ihrer wichtigsten Partnerländer herrscht. Die anhaltend hohe Exportnachfrage wird in zunehmendem Maße ergänzt durch steigende Ansprüche der Binnenwirtschaft. Diese beschränkten sich bisher allerdings vorwiegend auf den Investitionssektor. Die private Konsumnachfrage hat sich in unserem Lande vorerst noch mäßig ausgeweitet.

Die Exportnachfrage läßt insgesamt auch während der ersten Monate des laufenden Jahres kaum Zeichen einer Abschwächung erkennen. Wie aus der Konjunkturentwicklung in unseren wichtigsten europäischen Absatzländern hervorgeht, ist auch für den Rest des laufenden Jahres eine entscheidende Änderung nicht zu erwarten. Dieser Eindruck wird auch durch die neuesten Prognosen der OECD bestätigt. In der Zeit von Januar bis April 1970 hat der Wert unserer Exporte gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 15,2% (Vorjahr: 15,5%) zugenommen. Der Auftragseingang aus dem Ausland ist in den meisten Industriezweigen unvermindert hoch. Nachdem auch die Aufträge aus dem Inland wachsen, ist es kaum verwunderlich, daß die Unternehmungen ihren Produktionsapparat durch steigende Investitionen auszuweiten bemüht sind.

Am Exportaufschwung sind fast alle wichtigen Branchen unserer Industrie beteiligt, wenn auch mit unter-

schiedlichen Zuwachsraten. Einzig in der Textil- und Bekleidungsindustrie scheint eine gewisse Abschwächung eingetreten zu sein. Es fällt auf, daß der relative Zuwachs unserer Exporte nach der Bundesrepublik, verglichen mit dem Vorjahr, trotz der inzwischen erfolgten Aufwertung auf die Hälfte zurückgegangen ist. Diese zunächst etwas überraschende Erscheinung ist offenbar dadurch zu erklären, daß unsere Lieferungen nach Deutschland bereits im vergangenen Jahr einen ganz ungewöhnlichen Anstieg aufwiesen, weshalb der derzeitige prozentuale Zuwachs kleiner erscheint. Mit der an anderer Stelle geschilderten Konjunktorentwicklung in Japan, Großbritannien, Frankreich und Italien steht in Einklang, daß unsere Warenausfuhr nach diesen Ländern in den vergangenen vier Monaten überdurchschnittlich zugenommen hat. Sehr kräftig gestiegen sind auch die Lieferungen nach unserem östlichen Nachbarland Österreich, das sich gleichfalls in einer starken Aufschwungsphase befindet. Demgegenüber haben sich die Exporte nach den Vereinigten Staaten nur geringfügig erhöht.

Der in der zweiten Hälfte des letzten Jahres mit der Belebung der Investitionstätigkeit im Inland einsetzende starke Aufschwung der Wareneinfuhr hat sich während der ersten vier Monate 1970 noch erheblich verstärkt. In der genannten Periode nahmen die Importe im Vorjahresvergleich um nicht weniger als 32% zu (Vorjahr: 12%). Weitaus die höchste Zunahme ist bei den Investitionsgütern zu verzeichnen (52,5%). Daraus geht mit aller Deutlichkeit hervor, wie sehr sich die Investitionsneigung in unserem Land intensiviert hat. Auch die Ausklammerung der Importe von Flugzeugen und Atomreaktoren aus dem Gesamtwert der Einfuhr vermag an dieser Feststellung nichts zu ändern.

Verschiedene Anzeichen deuten darauf hin, daß die erstaunlich starke Zunahme der Einfuhr zum Teil darauf zurückzuführen sein dürfte, daß die schweizerischen Unternehmungen in vermehrtem Maße stärker bearbeitete Zwischen- und Halbfabrikate in ausländischen Filialbetrieben oder bei ausländischen Geschäftsfreunden anfertigen lassen. Ein erheblicher Teil solcher Importe dürfte in schweizerische Exportgüter eingehen. In solchen Fällen schlägt sich die vermehrte Einfuhr nach einiger Zeit in höheren Ausfuhrziffern nieder.

Außer den Investitionsgüterimporten hat, wenn auch in geringerem Maße, die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten kräftig zugenommen (+ 36%), während die Zuwachsraten bei den Konsumgütern (+ 21%) und namentlich bei den Energieträgern (+ 6%) geringer waren. Trotz den beträchtlichen Importzunahmen werden von der Wirtschaft keine bedeutenden Lagerveränderungen gemeldet. Die Lager sollen derzeit nur wenig über den Vorjahresbeständen liegen und werden als ausreichend, aber nicht hoch bezeichnet.

Durch die stark auseinanderlaufende Entwicklung von Exporten (+ 15,2%) und Importen (+ 32%) hat sich das Defizit der Handelsbilanz von Januar bis April 1970 ganz wesentlich erhöht. Es erreichte in dieser Zeit einen Betrag von 2,1 Milliarden Franken, verglichen mit 802 Millio-

nen Franken im gleichen Zeitraum des Vorjahres und 2,7 Milliarden Franken im ganzen letzten Jahr. Obschon es müßig wäre, die bisherige Entwicklung für den Rest des Jahres einfach zu extrapolieren, dürfte doch jetzt schon feststehen, daß der Einnahmenüberschuß der Ertragsbilanz, der 1969 über 2 Milliarden Franken erreichte, im laufenden Jahr stark zusammenschrumpfen, wenn nicht gar in ein Defizit umschlagen wird.

Die zunehmende Erwärmung der Binnenkonjunktur wird vorerst fast hauptsächlich von der Investitionsnachfrage getragen. Die private Konsumnachfrage wuchs bisher relativ langsam. Wohl hat die Einfuhr von Konsumgütern in den ersten vier Monaten des Jahres kräftig zugenommen. Die Detailhandelsumsätze zeigten jedoch im Durchschnitt des ersten Quartals eine Zunahme um lediglich 9% (Vorjahr: 7%), die wegen der Osterfeiertage überdies noch etwas überhöht sein dürfte. Es ist anzunehmen, daß die Entwicklung im Detailhandel durch die ungewöhnlich schlechte Witterung beeinträchtigt wurde. Vor allem im Textil- und Bekleidungssektor sind die Umsätze dadurch stark gedrückt worden.

Auch die Bautätigkeit ist in den ersten Monaten des Jahres durch die außergewöhnlich schlechten klimatischen Verhältnisse stark gehemmt worden. In den ersten vier Monaten 1970 wurden in den 65 von der Statistik erfaßten Städten indessen trotzdem rund 12% mehr Wohnungen erstellt als in der gleichen Zeit des Vorjahres. Die Zahl der neu erteilten Wohnbaubewilligungen nahm in der gleichen Zeit um 37% zu. Berücksichtigt man die Tatsache, daß die Zahl der Wohnbaubewilligungen bereits in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres um 30% zugenommen hatte, so kann man sich leicht vorstellen, mit welcher Intensität sich die Bautätigkeit in der noch verbleibenden, stark verkürzten Bauperiode dieses Jahres entfalten wird. Bereits wird denn auch über zunehmende Schwierigkeiten geklagt, Bauhandwerker zu finden, die bereit sind, neue Aufträge anzunehmen. Der sich abzeichnende Nachfrageüberhang, die seit Jahresbeginn erfolgte Erhöhung der Bauarbeiterlöhne um rund 10%, verbunden mit einer starken Verteuerung der Baumaterialien dürften zu einem erheblichen Auftrieb der Baukosten im laufenden Jahr führen. Hand in Hand mit der intensiven Wohnbautätigkeit läuft die bereits erwähnte Zunahme der industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen. Die Zahl der gemeldeten industriellen Bauvorhaben übertraf im ersten Quartal 1970 die Vorjahresziffern um 8%. Gemessen am Raumvolumen erreichte die Zunahme indessen 54%. Daß auch die Ausüstungsinvestitionen in starker Zunahme begriffen sind, geht aus den bereits genannten Ziffern über die Entwicklung der Investitionsgüterimporte hervor. Die industrielle Produktion nahm nach den vorliegenden Indexziffern im vergangenen Jahr um 11% oder um etwas mehr als das Doppelte des Vorjahres (+ 5%) zu. Im ersten Quartal 1970 dürfte die Wachstumsrate vermutlich etwas unter derjenigen der gleichen Periode des letzten Jahres (9%) geblieben sein. Die reale Zunahme des Bruttosozialproduktes ist für das laufende Jahr auf 4,6% geschätzt worden, was nur um weniges unter derjenigen des vergangenen Jahres (5,2%) liegen würde. Angesichts des

relativ geringen Anstiegs der Beschäftigtenzahl darf eine solche Wachstumsrate, in der eine erhebliche Produktivitätssteigerung zum Ausdruck kommt; als beachtlich bezeichnet werden.

Die wachsende konjunkturelle Anspannung findet ihren Niederschlag in einem zunehmenden Anstieg der Großhandelspreise. Ende April lag der Großhandelspreisindex 5,6% höher als vor Jahresfrist. Dabei erreichte bei den Importwaren die Zunahme 8,9%, bei den Inlandwaren 4,2%. Der Preisindex der Inlandwaren läßt jedoch während der ersten vier Monate dieses Jahres einen rascheren Anstieg erkennen als jener der Importgüter.

Im Index der Konsumentenpreise kommt eine Beschleunigung der Teuerung noch nicht deutlich zum Ausdruck. Im April betrug der Anstieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat noch 2,6%. Er war damit ungefähr gleich groß wie vor Jahresfrist. Im Monat Mai, in dem der Index der Wohnungsmietpreise für das vorangegangene halbe Jahr neu ermittelt wird, hat sich die Teuerungsrate auf 3,1% erhöht. Daß dieser Index indessen kein verlässlicher Thermometer des konjunkturellen Wärmegrades ist, weil er ihn erst mit großer Verzögerung anzeigt, ist in diesem Rate schon wiederholt dargelegt worden.

Eine deutliche Beschleunigung beginnt sich auch in unserem Lande bei den Löhnen abzuzeichnen. Die Lohnsätze in Industrie und Baugewerbe sind im ersten Quartal 1970 um 3,5% angestiegen, stärker als je in einer so kurzen Periode seit 1960. Nach Erhebungen des Instituts für Wirtschaftsforschung ist für 1970 mit einem Anstieg des Lohnniveaus in der Industrie von 7,5 bis 8% zu rechnen, das heißt rund 50% mehr als 1969. Die unausweichlich gewordene Anpassung der Fremdarbeiterplafonierung, die bei strikter Begrenzung der Gesamtzahl von einer Umverteilung der Arbeitskräfte und damit hoffentlich zugleich auch einer gewissen Produktivitätsverbesserung begleitet sein dürfte, wird den Lohnauftrieb in den kommenden Monaten zweifellos verstärken.

Zur Lage am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt

In den vergangenen Monaten hat sich das Zinsgefälle zwischen dem Ausland und der Schweiz sukzessive verringert. Die ertragreicheren Anlagemöglichkeiten im Ausland haben indessen ihre Anziehungskraft auf schweizerische wie auf ausländische, unserem Lande zufließende Gelder weiterhin bewahrt. Im Verein mit dem gestiegenen inländischen Mittelbedarf aus der hohen Investitions- und Bautätigkeit und der Erwartung weiterer Zinserhöhungen hat dies in den vergangenen Monaten zu einer zusätzlichen Verknappung am Kapitalmarkt geführt.

Die Banken lassen nach wie vor die Neigung erkennen ihren inländischen Kassenbestand möglichst niedrig zu halten. Ihre Giro Guthaben lagen in den letzten Monaten

gelegentlich leicht unter dem an sich schon niedrigen Vorjahresstand, obschon die Verbindlichkeiten und die Bilanzsumme seither stark angewachsen sind. Eine echte Erhöhung der inländischen Liquidität erfolgte durch Dollarverkäufe der Banken an die Notenbank im Februar (um 600 Millionen Franken) sowie Mitte Mai (um 1,1 Milliarden Franken), während der Quartalsultimo von Ende März ausschließlich durch vorübergehende Beanspruchung des Notenbankkredits (773 Millionen Franken) und Devisenswaps mit der Nationalbank (1,1 Milliarden Franken) finanziert wurde.

Das Wachstum der Bankbilanzen (72 Banken) hat sich im ersten Quartal in kaum vermindertem Tempo fortgesetzt (+ 4%, verglichen mit 4,6% im gleichen Zeitraum des Vorjahres). Zur Hauptsache ist dies wiederum auf die Ausweitung der internationalen Geldmarktgeschäfte unserer Kreditinstitute zurückzuführen. Dies geht nicht nur daraus hervor, daß die Bankendebitoren und -kreditoren nach wie vor die bei weitem stärkste Zunahme aufweisen. Es wird auch bestätigt durch die Zahlen über die Entwicklung der ausländischen Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken. Die finanzielle Verflechtung unseres Bankensystems mit dem Ausland nimmt seit 1967 in raschem und ziemlich konstantem, sogar leicht beschleunigtem Rhythmus zu. Ein Blick auf die Quartalszahlen des vergangenen Jahres zeigt, daß sowohl die ausländischen Verbindlichkeiten als auch die Forderungen unserer Banken im Ausland pro Vierteljahr um durchschnittlich rund 2 bis 2,5 Milliarden Franken angewachsen sind, wobei die schweizerischen Guthaben etwas stärker zugenommen haben als die Verbindlichkeiten. Dieser Trend scheint sich nach den bisher vorliegenden Zahlen auch im ersten Quartal dieses Jahres fortgesetzt zu haben.

Eine kräftige Ausweitung ist im ersten Vierteljahr bei den Termineinlagen der Banken festzustellen. Diese dürfte nicht nur auf den Zufluß ausländischer Gelder, sondern auch auf die vermehrte Anlage inländischer Gelder in dieser Form zurückzuführen sein. Diese Mittel werden von den Banken zu einem erheblichen Teil für ihre Kunden am Euromarkt angelegt. Die immer stärkere Hinwendung zu derartigen Anlageformen hat auch in den vergangenen Monaten wiederum den «normalen» Zufluß an mittel- und längerfristigen Geldern beeinträchtigt. Während der Zuwachs der Spareinlagen sich noch auf der Höhe der entsprechenden Vorjahresperiode zu halten vermochte, ist der Mittelzufluß bei den Depositen- und Einlageheften und namentlich den Kassaobligationen im Vergleich mit dem Vorjahr spürbar zurückgegangen.

Zur Bilanzausweitung hat im ersten Quartal des Jahres auf der Aktivseite die Kreditgewährung der Banken an die inländische Wirtschaft ebenfalls wiederum erheblich beigetragen.

Über die bisherigen Auswirkungen der Kreditzuwachsbeschränkung läßt sich auf Grund der Zahlen für die 140 größeren Bankinstitute mit einer Bilanzsumme von über 100 Millionen Franken folgendes feststellen: Es ist bereits darauf hingewiesen worden, daß die inländischen Kredite

auch im 1. Quartal 1970 wieder erheblich angestiegen sind. Da und dort waren in diesem Zusammenhang Befürchtungen zu hören, die Zuwachsbegrenzung werde nicht eingehalten. Die Zahlen per Ende März, die bisher zur Verfügung stehen, zeigen indessen, daß dies nicht der Fall ist. Von den erwähnten 140 Instituten haben 106 die zulässige Kreditzuwachsquote nicht voll ausgenützt. 34 Banken haben eine etwas stärkere Zunahme der inländischen Kredite ausgewiesen als ihrer Quote entspräche. Insgesamt betrug der zulässige Kreditzuwachs aller 140 Banken in den acht Monaten vom Inkrafttreten der Vereinbarung an bis Ende März 4557 Millionen Franken. Das effektiv gewährte Kreditvolumen nahm indessen nur um 4391 Millionen Franken zu; es war also um rund 3% geringer als der zulässige Zuwachs.

Nun zeigen sich allerdings nach Bankengruppen große Unterschiede in der Ausnützung der Quote. So ergab sich bei den Großbanken bis Ende März eine Überschreitung der festgesetzten Quote um rund 20%, während bei den Kantonal- und den Lokalbanken die effektive Kreditausweitung um etwa 7% hinter der vereinbarten Zuwachsrate blieb.

Daß die Zuwachsraten von einzelnen Banken bis Ende März noch nicht auf die vorgesehenen Quoten gebracht worden sind, ist als Übergangserscheinung zu werten. Die betreffenden Banken hatten zuvor eine derart kräftige Kreditausweitung und derart umfangreiche ausstehende Kreditzusagen verzeichnet, daß die Reduktion auf die zulässige Quote unvermeidlich erst nach einer gewissen Zeit erreicht werden kann. Diese Institute werden daher in den kommenden Monaten eine entsprechend stärkere Zurückhaltung üben müssen, damit sie bis zum 31. Januar 1971 die ihnen für diesen Zeitraum angemessene Kreditzuwachsrate einhalten können.

Die Kürzung der Kreditzuwachsrate vom 1. Februar 1970 wird im übrigen auch die anderen Banken, insbesondere die Kantonal- und Lokalbanken, die sich innerhalb der zulässigen Quote für die ersten sechs Monate bewegten, zu erheblicher Vorsicht bei der Auszahlung neuer Kredite anhalten. Hierzu gibt aber nicht allein die Begrenzung des Kreditwachses Anlaß. Vielmehr zwingt vor allem auch die Entwicklung des Zuflusses an mittel- und längerfristigen Kundengeldern, auf die bereits hingewiesen worden ist, zur Bremsung bei der Kreditgewährung. Im Verlaufe der ersten acht Monate, während denen die Kreditzuwachsbeschränkung in Kraft stand, hatten die von der monatlichen Statistik erfaßten Kantonalbanken, Lokalbanken und Sparkassen einen Zugang an neuen Publikumsgeldern aus Spareinlagen, Depositenheften, Kassenobligationen und Kreditoren auf Zeit zu verzeichnen, der mit knapp 2 Milliarden Franken um rund ein Drittel unter dem entsprechenden Vorjahresergebnis (3,1 Milliarden Franken) lag. Die Verhältnisse am Kapitalmarkt gestatteten es den Banken auch nicht, diesen Ausfall durch vermehrte Aufnahme von Anleihen und Pfandbriefdarlehen

wettzumachen. Sie werden daher, nicht zuletzt um Konsolidierungsschwierigkeiten zu vermeiden, vermehrte Zurückhaltung bei der Erteilung neuer Kredite üben müssen.

Ausgesprochen angespannte Verhältnisse herrschten in den vergangenen Monaten am Kapitalmarkt. Obschon die Nettobeanspruchung des Marktes – nach Berücksichtigung von Konversionen und Rückzahlungen – während der ersten fünf Monate des Jahres insgesamt um 194 Millionen Franken geringer war als im entsprechenden Zeitraum des Vorjahres, konnten eine ganze Reihe von Neuemissionen nicht mit vollem Erfolg plazierte werden. Dies traf auch für die in der zweiten Aprilhälfte aufgelegte Bundesanleihe im Betrage von 314 Millionen Franken (davon 200 Millionen Franken zur Konversion) zu, die zu einem Satz von 5½% und einem Ausgabekurs von 98% angeboten wurde. Diese Entwicklung hatte zur Folge, daß die Emissionsbedingungen für den Gläubiger sukzessive verbessert werden mußten. Anfangs Mai gelangte erstmals eine Kantonalbank mit einem Nominalsatz von 6% an den Anleihensmarkt.

Während die Nettobeanspruchung des Marktes von Januar bis Mai 1970 durch inländische Obligationen anleihen um rund 190 Millionen Franken höher als vor Jahresfrist war, wurden durch Aktienemissionen netto rund 190 Millionen Franken weniger abgeschöpft. Der Rückgang der Aktienemissionen steht zweifellos in Zusammenhang mit der rückläufigen Kursentwicklung an den Börsen. Wesentlich geringer (um rund 190 Millionen Franken) wurde der schweizerische Kapitalmarkt im genannten Zeitraum schließlich durch ausländische Anleiheemissionen beansprucht. Die Entwicklung des Marktes veranlaßte die Banken, im Mai auf Anregung der Nationalbank eine Pause für die Emission ausländischer Obligationen am schweizerischen Markt einzuschalten.

Die geschilderte Entwicklung am Kapitalmarkt scheint auf eine gewisse Zurückhaltung der Anleger hinzuweisen, wie sie in Zeiten der Marktverknappung und Zinssatzsteigerung regelmäßig zu beobachten ist. Die Entwicklung an den Aktienbörsen mag diese Tendenz noch gefördert haben.

Die bereits seit einiger Zeit im Gang befindliche Aufwärtsbewegung der Zinssätze nahm während der ersten Monate dieses Jahres, wie bereits an anderer Stelle vermerkt worden ist, ihren Fortgang. In der zweiten Hälfte März setzten die Banken den Privatkontsatz auf 4¾% auf 5¼% hinauf. Im Einvernehmen mit der Nationalbank wurden im März ferner die Kassenobligationensätze um ¼% erhöht (Groß- und Kantonalbanken auf 5½%, Lokalbanken auf 5¾% für Laufzeiten von 5 und mehr Jahren). Auch bei den Zinssätzen für Spareinlagen und Hypotheken ist ein weiterer Anstieg zu verzeichnen. Die Rendite der Bundesobligationen erhöhte sich von 5,34% Ende 1969 auf 6,04% Ende April 1970. Zurzeit bewegt sie sich leicht unter 6%.

2. Teil

Allgemeine Bemerkungen zur internationalen Konjunkturentwicklung

Im Hinblick auf das Ihnen vorgelegte ausführliche schriftliche Exposé über die internationale und die schweizerische Konjunkturentwicklung möchte ich mich in den mündlichen Ausführungen im Sinne einer Diskussionseröffnung auf die Hervorhebung einiger zentraler Einzelprobleme beschränken.

I

1. Das den Konjunkturverlauf grundlegend bestimmende Verhältnis zwischen Güterangebot und Güternachfrage entwickelte sich in den letzten Monaten dieser- und jenseits des Nordatlantiks gegenläufig. Während in Europa und übrigens auch in Japan der Nachfrageüberhang noch weiter wuchs, bewegte sich die amerikanische Güterwirtschaft in Richtung eines Gleichgewichtes zwischen Angebot und Nachfrage. In verschiedenen Sektoren der amerikanischen Wirtschaft scheinen sich sogar bereits unausgenützte Kapazitätsreserven zu zeigen.

2. Diesem Unterschied zum Trotz geht in beiden Wirtschaftsräumen der Kostenauftrieb weiter. Der fort-dauernde starke Lohnauftrieb, zusammen mit der bisherigen inflationsbedingten Schwächung der internationalen Konkurrenzposition, hindert die amerikanische Wirtschaft daran, durch eine aggressive Verkaufspolitik die Importe so stark zurückzudämmen und die Exporte so stark zu forcieren, daß sich die amerikanische Handelsbilanz rapid und massiv verbessern würde. Von der Güterseite her ist daher vorderhand noch kein entscheidender amerikanischer Beitrag zum Abbau des Nachfrageüberhanges in Europa zu erwarten. Andererseits vermindert der beschleunigte Preis- und Kostenauftrieb in Europa den dämpfenden Druck, der vom europäischen Güterangebot auf die amerikanische Kosteninflation ausgeübt werden könnte.

Solange diese Verhältnisse anhalten, kann die schweizerische Konjunkturpolitik kaum auf entscheidende direkte Bremseinflüsse aus dem ausländischen Gütersektor zählen.

II

1. Nachdem in den meisten Ländern das Schwergewicht der Überhitzungs- und Inflationsbekämpfung im monetären Bereich liegt, stellt sich allerdings die Frage, ob nicht nationale Finanzierungsengpässe vorhanden oder zu erwarten sind, die vom Finanzbereich her eine Konjunkturwende herbeiführen könnten.

Frühere Erfahrungen haben gezeigt, daß im Verlaufe einer längeren Periode der Überhitzung im Finanzierungs-

sektor Ungleichgewichte entstehen, die konjunktur-bremsend wirken. Insbesondere bildet sich sukzessive eine Diskrepanz zwischen dem Volumen an Investitionskrediten und dem Volumen an Ersparnissen, das zur Abtragung oder Konsolidierung der Kredite benötigt wird. Es ist bekanntlich ein Verdienst von Herrn Prof. Eugen Böhler, bereits vor Jahren auf diese Erscheinung und ihre möglichen Folgen aufmerksam gemacht zu haben.

2. Im Verlaufe eines starken Konjunkturaufschwunges werden expandierende Investitionen zunehmend durch kurzfristig gemeinte Bankkredite vorfinanziert, denn es wird erwartet, daß solche Kredite relativ bald durch wachsende Erträge der Unternehmungen amortisiert oder durch Geldaufnahmen auf dem Kapitalmarkt konsolidiert werden können. Diese beiden sich meist in einer ersten Phase der Hochkonjunktur erfüllenden Erwartungen erweisen sich erfahrungsgemäß in einer späteren Phase in vielen Fällen als zu optimistisch.

Die zu Beginn der Hochkonjunktur wachsenden Gewinne vermindern sich nach einiger Zeit infolge der immer rascher steigenden Lohn- und Materialkosten. Dementsprechend werden auch die von den Banken eingeräumten Investitionskredite langsamer zurückbezahlt.

Da auch das volkswirtschaftliche Gesamtvolumen an Ersparnissen erfahrungsgemäß im Verlaufe der Überhitzungsperiode gegenüber dem Volumen an Investitionskrediten zurückbleibt, wird es für den Schuldner kostspieliger und schwieriger, die kurzfristigen Investitionskredite durch die Aufnahme von langfristigen Kapital abzutragen.

Wegen dieser Verlangsamung der Kreditrückzahlung verfügen die Banken über weniger Mittel, aus denen neue Kredite gewährt werden könnten. Damit überträgt sich der Finanzierungsengpaß der übrigen Wirtschaft auch auf die Banken.

Die geringere Ergiebigkeit der Finanzierungsquellen zwingt die Wirtschaft zu einer Verminderung der Neuinvestitionen. Solche während einer gewissen Zeit durch eine übermäßige Kreditexpansion überdeckten Engpässe treten dann oft plötzlich zum Vorschein, wenn die Zentralbank die Inflationstendenzen durch eine restriktivere Geldpolitik energisch bekämpft. Dieses Zusammen-treffen hat oft zur Folge, daß die Ursache der Finanzierungsschwierigkeiten und der Zinssteigerung nicht in der vorangegangenen übermäßigen Investitions- und Kreditexpansion, sondern in der restriktiven Geldpolitik gesehen wird. Je größer die zutage tretenden Engpässe sind, desto stärker dürfte ihre investitionsbremsende Wirkung sein.

Da das übermäßige Anschwellen der Investitionen meist die Hauptursache der konjunkturellen Überhitzung ist, können stark investitions-hemmende Finanzierungsschwierigkeiten eine Konjunkturabkühlung herbeiführen.

Damit kommt zwar die Nachfrageinflation, aber noch nicht die Kosteninflation zum Stillstand. Es besteht Aus-

sicht, daß die letztere um so früher endet, je stärker die Rezession ausfällt.

3. Im Hinblick auf die geschilderten Zusammenhänge stellt sich die Frage, ob sich in den Vereinigten Staaten während der letzten Periode der Überhitzung, die dort früher einsetzte als in Europa, nicht beträchtliche Finanzierungsengpässe entwickelt haben, d.h. Finanzierungsschwierigkeiten, die nicht nur in den USA konjunkturverändernd wirken, sondern sich auch relativ rasch auf Europa übertragen könnten. Diese Frage erscheint um so wichtiger, als sich Änderungen im amerikanischen Finanzbereich rascher auf Europa übertragen als solche im Güterbereich.

Nach kürzlichen Feststellungen der amerikanischen Währungsbehörden scheint sich in den Vereinigten Staaten ein dem soeben geschilderten Schema entsprechender Finanzierungsengpaß sowohl im Bankensystem als auch auf dem Kapitalmarkt entwickelt zu haben.

Ein Mitglied des Federal Reserve Board hat kürzlich die Situation so charakterisiert, daß der Hauptherd des Liquiditätsengpasses nicht im Bankensektor, sondern im Unternehmensektor liege und erst von dort auf das Bankensystem übertragen worden sei.

Aus der gleichen Quelle war zu vernehmen, daß der Nachfrageüberhang auf dem Kapitalmarkt ziemlich bedeutend sei. Er werde noch dadurch verstärkt, daß die Regierung und ihre «Agencies» den Kapitalmarkt weit mehr, als ursprünglich geplant, beanspruchen müssen. Der amerikanische Kapitalmarkt könne die an ihn gestellten Anforderungen nicht mehr erfüllen, es sei denn, die Geldbehörden würden ihre Restriktionspolitik wesentlich lockern beziehungsweise das Kapitalangebot durch Geldschöpfung vermehren.

4. Wenn die amerikanischen Geldbehörden den sich aus einer solchen Situation heraus entwickelnden Tendenzen der Nachfragedämpfung während einiger Zeit freien Lauf ließen, so würden sich diese wahrscheinlich sehr rasch über die internationalen Geld- und Kapitalmärkte auf Europa übertragen.

5. Eine solche Übertragung wäre um so wahrscheinlicher, als auch in europäischen Ländern die Konsolidierungslücken im Wachsen sein dürften.

Der amerikanische Kapitalmangel würde die amerikanische Nachfrage auf dem Eurogeld- und Eurokapitalmarkt verstärken. Die Zinshausse bekäme neuen Auftrieb, wobei der Hauptherd der Hausse bei der Nachfrage nach langfristigem Kapital läge. Soweit dieser Bedarf nicht langfristig befriedigt werden könnte, würde zu Überbrückungszwecken auch der Eurogeldmarkt vermehrt in Anspruch genommen. Die Euromärkte würden den bereits knappen nationalen Märkten noch vermehrt direkt oder indirekt Mittel entziehen.

Da in vielen europäischen Ländern die Hauptlast der Inflationsbekämpfung auf der Geldpolitik liegt, würden

wohl die betreffenden Notenbanken der Bremswirkung der von außen verstärkten Konsolidierungslücke kaum sofort energisch durch künstliche Marktverflüssigungen in die Arme fallen.

Eine solche Übertragung einer amerikanischen Konsolidierungskrise auf Europa würde wohl zu einer spürbaren Reduktion des europäischen Investitionsvolumens führen. Dies könnte auch in Europa einen Konjunktumschwung auslösen.

6. Amerikanische Konsolidierungsschwierigkeiten würden ferner die Baissetendenz an den amerikanischen Börsen verstärken.

Diese übertragen sich erfahrungsgemäß weitgehend unabhängig von den realwirtschaftlichen Vorgängen sehr rasch auch auf die europäischen Börsen. Ein Kurszerfall von Aktien und Obligationen vermindert die Kaufkraft der in solchen Papieren angelegten Ersparnisse. Dies könnte die Neigung zu Investitionen und zum Kaufe entbehrlicher Gebrauchsgüter vermindern. Der nachfrage-dämpfende Einfluß der Konsolidierungsprobleme würde in einem solchen Falle auch von dieser Seite noch verstärkt.

7. Solche Überlegungen zeigen, daß sich unter den heutigen Verhältnissen Konjunkturerinbrüche in den USA rascher über den Geldbereich als über Import- und Exportvolumen auf die europäische Güterwirtschaft übertragen.

III

1. Ein derartiger Konjunkturverlauf wäre aber nur zu erwarten, wenn die amerikanischen Geldbehörden die geschilderten Marktkräfte genügend wirken ließen. Es ist aber sehr fraglich, ob dies der Fall sein wird, denn ein solches *laissez faire* würde auf sehr starken politischen Widerstand stoßen.

Es gibt viele Stimmen, die behaupten, daß im Hinblick auf die innenpolitischen Verhältnisse und wegen der schwindenden Autorität der amerikanischen Administration die Geldbehörden gezwungen sein werden, die Konsolidierungslücke durch massive Offenmarktoperationen, das heißt durch Hineinpumpen von Mitteln in das Bankensystem und den mittelfristigen Kapitalmarkt zu beseitigen, bevor die Kräfte der Kosteninflation gebrochen sind und sich die amerikanische Handelsbilanz entscheidend verbessert haben.

In diesem Falle würde die geschilderte Übertragung der Bremsinflüsse auf die europäische Wirtschaft wegfallen. Europa hätte eher mit weiteren äußeren Inflationsimpulsen zu rechnen. Dies könnte die Gefahr neuer Störungen im internationalen Währungsgefüge verstärken. Vielerorts scheinen die diesbezüglichen Risiken einer zu raschen Aufgabe der Inflationsbekämpfung unterschätzt zu werden.

2. Seit der Aufhebung des Londoner Goldpools und der zum Schutze des internationalen Währungssystems von den Notenbanken ausgeübten freiwilligen Zurückhaltung bei der Konversion von Dollars in Gold sowie der Schaffung der Special Drawing Rights hat sich in den Vereinigten Staaten weit herum die Ansicht verbreitet, der Dollar sei trotz großem Zahlungsbilanzdefizit und übermäßiger Inflation weitgehend vor spekulativen Angriffen geschützt. Damit sei auch die Stabilität des internationalen Währungssystems gesichert.

Zweifellos ist die Flucht aus dem Dollar ins Gold gegenwärtig wenig attraktiv. Aber der Weg der Flucht aus dem Dollar in stärker erscheinende Währungen bleibt immer noch offen. Der Spielraum für solche Operationen hat sich mit dem starken Ansteigen des Volumens an Eurodollars noch wesentlich verbreitert.

Die gegenwärtige Ruhe um den Dollar ist zur Hauptsache auf die restriktive amerikanische Geldpolitik zurückzuführen. Diese veranlaßte die großen amerikanischen Banken, in beträchtlichem Umfange Eurodollars zu hohen Zinssätzen zu resorbieren. Für Ausländer wurde der Dollar zu einem interessanten Zinsertragsinstrument.

Dies hatte auch zur Folge, daß die meisten europäischen Notenbanken seit längerer Zeit nur noch wenig Dollars übernehmen mußten. Zeitweise flossen sogar Dollars ab. Die mit dem Dollarabfluß verbundene Resorption von nationaler Liquidität verstärkte die Möglichkeit der europäischen Notenbanken, eine restriktive Geldpolitik zu führen. Die Klagen über die inflationsfördernde Wirkung des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits hörten auf. Dies trug wesentlich zur Beruhigung des Währungsklimas bei.

3. Im Falle einer vorzeitigen massiven Lockerung der amerikanischen Geldpolitik und der Beseitigung der Finanzierungsengpässe würden die amerikanischen Banken in die Lage versetzt, in wesentlichem Umfange auf die Resorption von Eurodollars zu verzichten, das heißt Eurodollarverpflichtungen zurückzuzahlen. Die Zinssätze auf dem Eurodollarmarkt würden fallen. Sofern sie unter das aus konjunkturellen Gründen in den europäischen Ländern aufrechterhaltene Niveau sanken, wäre mit starken Dollarzuflüssen zu den betreffenden europäischen Zentralbanken zu rechnen. Dadurch würde in diesen Ländern die Wirksamkeit der auf Inflationsbekämpfung ausgerichteten restriktiven Geldpolitik gefährdet. Die inflationsfördernden Aspekte des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits würden wieder ins Rampenlicht treten und das Mißtrauen gegen die amerikanische Währung könnte erneut aufflammen.

4. Die Welt würde sich wieder vermehrt bewußt, daß sich die Grundlage des internationalen Währungssystems weitgehend vom knappen Gold auf den überreichlich vorhandenen Dollar verschoben hat. Dies könnte in einer Reihe von Ländern die Aufwertungs-

diskussion neu beleben. Daß solche Gefahren nicht unterschätzt werden dürfen, zeigen die kürzlichen Wechselkursmanipulationen Kanadas sowie Äußerungen deutscher Stellen.

5. Mit der wachsenden Bedeutung des Eurodollarmarktes stellen spekulationsstimulierende Aufwertungsdiskussionen eine nicht zu unterschätzende Gefährdung für das Funktionieren des internationalen Währungssystems dar. Für eine Aufwertungsspekulation lassen sich große Beträge an Eurodollars mobilisieren, die in erster Linie aus währungsschwächeren Ländern abgezogen würden. Die damit verbundene Gefährdung der Zahlungsbilanzen dieser Länder könnte dann leicht gleichzeitig Abwertungsspekulationen auslösen.

6. Wenn Länder mit überdurchschnittlicher Disziplin zum Mittel der Aufwertung greifen, so mildern sie nicht nur den Zwang zur Inflationsbekämpfung in andern Ländern, sondern fördern in diesen Ländern noch den Preisauftrieb. Dies kann zur Vertiefung der unterschiedlichen Kostenentwicklung in den einzelnen Ländern führen, was dann erst recht die Neigung zu Wechselkursänderungen verstärken würde. Häufige Kursänderungen sind aber geeignet, die weltwirtschaftliche Integration zu behindern. Es ist kein Zufall, daß die EWG gerade zur Verstärkung der wirtschaftlichen Integration nach Vorkehren sucht, um Wechselkursänderungen zwischen den Mitgliedsländern inskünftig zu verunmöglichen.

7. Ein Vorgeschmack dessen, was aus einer solchen Entwicklung resultieren könnte, geben die Folgen der nach Beginn der starken Lohnhausse in Deutschland beschlossenen relativ hohen Aufwertung. In einer Reihe von Ländern, die auch vor diesen Änderungen konkurrenzfähig waren, stimulierte die von Deutschland ausgehende Preishausse die Gewerkschaften zu Lohnbegehren, die zum Teil zwischen 12-20% liegen und in keinem vernünftigen Verhältnis zur Produktivitätssteigerung stehen. Dadurch wurde die Inflationsneigung in Europa wesentlich verstärkt.

Die Erfahrungen zeigen zudem, daß eine einmal kräftig in Gang gekommene Preis- und Lohnhausse in den einzelnen Ländern bezüglich Tempo und Höhe unterschiedlich verläuft. Auch dies kann zu Zahlungsbilanzproblemen und auf Wechselkursänderungen ausgerichteten spekulativen Bewegungen führen.

8. Die aus solchen Entwicklungen hervorgehende Inflationsbeschleunigung sollte durch Abwertung in den besonders davon betroffenen Ländern neutralisiert werden können, bevor sie sich international ausbreitet und bei den Handelspartnern zu Aufwertungen als Abwehrmaßnahme führt. Dazu besteht aber nur Aussicht, wenn der Dollar als Währungsgrundlage wesentlich gestärkt und relativ knapp wird, das heißt wenn die amerikanische Zahlungsbilanz durch massive Steigerung der Handelsbilanzüberschüsse eine namhafte Verbesserung erfährt.

IV

1. Es besteht kein Zweifel, daß die verantwortlichen amerikanischen Behörden die Gefahren extremer Entwicklungen in der einen oder andern Richtung erkannt haben.

Es darf denn auch den bisherigen Verlautbarungen dieser Stellen entnommen werden, daß sie gesonnen sind, einen Weg zu beschreiten, der zwischen den beiden geschilderten Extremfällen liegt. Man will sowohl eine eigentliche Konsolidierungskrise als auch das Wiederaufflammen des Mißtrauens gegenüber dem heutigen Währungssystem vermeiden.

2. Dies bedeutet wohl, daß der Kampf gegen die Kosteninflation elastisch weitergeführt werden soll. Es besteht offenbar die Absicht, die Geldversorgung so lange relativ knapp zu dosieren, bis sich die Kostensteigerung als Folge sukzessiv abnehmender Investitionen in einem als genügend erachteten Ausmaß verlangsamt hat. Dabei wird versucht, die Dosierung so zu bemessen, daß die Arbeitslosenziffer weder rapid noch extrem anwächst und die Zuspitzung von Finanzierungsengpässen vermieden wird.

Die Absicht, einen solchen Mittelweg zu beschreiten, geht zum Beispiel daraus hervor, daß im ersten Quartal 1970 das in den Vormonaten fast stagnierende Geldvolumen auf Jahresbasis berechnet um 4% erhöht wurde. Um die sich im April und Mai zeigende Zuspitzung der Lage zu überwinden, wurde – immer auf Jahresbasis berechnet – das Geldvolumen im April um 10% und im Mai um ungefähr 9% erhöht.

Ob es gelingt, den Mittelweg erfolgreich zu beschreiten, bis der gegenwärtige Inflationstrend genügend abgeflaut ist und die Handelsbilanz sich entscheidend verbessert hat, wird sich noch zeigen müssen. Es besteht das Risiko, daß sich ein solcher mittlerer Weg, der sich bei den Börsenkursen in Zackenbewegungen ausdrücken dürfte, als langwierig erweisen könnte. Je langwieriger er aber ist, um so stärker dürfte der Druck der Politik zur vermehrten Lockerung sein. Zudem ist in Rechnung zu stellen, daß die Geldpolitik nicht der einzige Faktor ist, der den Wirtschaftsablauf bestimmt.

3. Angesichts dieser Unsicherheits Elemente ist es sehr schwierig, die Auswirkungen einer amerikanischen Politik des Mittelweges auf die Konjunkturentwicklung in Europa und vor allem in der Schweiz abzuschätzen. Die Natur des von den Amerikanern eingeschlagenen wirtschaftspolitischen Kurses berechtigt indessen zur Annahme, daß von den USA einstweilen keine namhaften konjunkturdämpfenden Ausstrahlungen auf Europa er-

wartet werden können. Die europäischen Länder müssen daher mit dem Problem der sich immer deutlicher abzeichnenden Kosten- und Preissteigerung aus eigener Kraft fertig werden. Andererseits erscheint die hierzulande gelegentlich vertretene These, wonach die amerikanischen Antiinflationsmaßnahmen in diesem Lande eine scharfe Rezession oder sogar eine Krise herbeiführen würden, welche sich auf Europa übertragen könnte, aus den obenerwähnten politischen Gründen kaum wahrscheinlich. Die Ablehnung einer wirksamen Inflationsbekämpfung in Europa kann jedenfalls weder mit der Erwartung einer baldigen konjunkturpolitischen Schützenhilfe Amerikas noch mit dem Hinweis auf die Rezessionsgefahr in der Weltwirtschaft überzeugend begründet werden.

Die amerikanische Politik des Mittelweges dürfte ihrem Wesen nach einer massiven Steigerung der Zinssätze auf den Euromärkten entgegenwirken, zugleich aber auch eine massive Senkung verhindern. Solange dieser mittlere wirtschaftspolitische Kurs im Sinne der obigen Schilderung befolgt wird, bleibt auch das Risiko von neuen Störungen im Währungssektor unterschwellig vorhanden. Wenn keine zusätzlichen negativen Einflüsse eintreten, darf man immerhin die Hoffnung hegen, daß sie vorderhand nicht in Form akuter größerer Krisen an die Oberfläche treten.

Auf längere Sicht und unter bestimmten Bedingungen ist ein Beitrag der amerikanischen Wirtschaft zur Stabilisierung der europäischen Konjunktur nicht auszuschließen. Dieser Fall könnte dann eintreten, wenn einerseits die USA bei der Inflationsbekämpfung wider Erwarten rasche und bedeutende Fortschritte erzielen, während andererseits in Europa der Kosten- und Preisauftrieb unvermindert oder sogar beschleunigt anhielte, so daß die geschwächte internationale Konkurrenzposition der USA gegenüber ihren europäischen Handelspartnern eine namhafte Verbesserung erführe. Eine solche Entwicklung würde – freilich auf Kosten der internationalen Konkurrenzfähigkeit der europäischen Volkswirtschaften und der Kaufkraft der europäischen Währungen – die ungenügenden Stabilitätsbemühungen in Europa ergänzen, die Sanierung der amerikanischen Zahlungsbilanz fördern und den Dollar sowie das internationale Währungssystem stärken. Das Korrelat zu dieser Entwicklungshypothese bildet allerdings die potentielle Gefahr, daß die amerikanischen Behörden aus politischen und sozialen Gründen ihren restriktiven Kurs auf halbem Weg ändern und die Inflation «aufstocken» müßten. Es bedarf wohl keines näheren Beweises, daß diese Entwicklungsmöglichkeit sowohl vom Standpunkte der inneren ökonomischen Gesundheit wie auch vom Standpunkte des internationalen Währungssystems am ungünstigsten wäre.