

# SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 10. September 1971 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet<sup>1)</sup>:

## 1. Teil

### Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Seit Beginn des laufenden Jahres hat sich das wirtschaftliche Wachstum in den westlichen Industrieländern insgesamt nicht weiter verlangsamt. Es ist andererseits bisher aber auch keine nennenswerte Beschleunigung der wirtschaftlichen Aktivität festzustellen. Das Bruttosozialprodukt der Mitgliedländer der OECD dürfte nach den vorliegenden Schätzungen in der ersten Jahreshälfte real um rund 3½%, auf Jahresbasis berechnet, zugenommen haben, verglichen mit einer Zuwachsrate von etwa 2½% für das ganze Jahr 1970, als sich der weltwirtschaftliche Expansionsrhythmus unter dem Einfluß der Rezession in den Vereinigten Staaten erheblich abgeschwächt hatte.

Die genannte Durchschnittsziffer des wirtschaftlichen Wachstums im ganzen OECD-Bereich ist das Ergebnis recht unterschiedlicher Tendenzen in den einzelnen Volkswirtschaften. In den Vereinigten Staaten, deren Entwicklung besonders ins Gewicht fällt, da diese allein rund die Hälfte des Bruttosozialprodukts aller OECD-Länder beisteuern, setzte die angestrebte Belebung der Wirtschaftstätigkeit nur sehr zögernd ein. In Kanada, das fast gleichzeitig von der Rezession erfaßt worden war, fiel die Erholung etwas deutlicher aus. Ein Konjunkturaufschwung ist in Frankreich zu verzeichnen. Die Wirtschaft Italiens vermochte sich demgegenüber von den sozialen Unruhen und Streiks bisher nicht zu erholen, was eine beträchtliche Abschwächung ihres bisherigen Wachstums zur Folge hatte. Auch in Japan hat sich die hektische wirtschaftliche Expansion im Gefolge der gegen Ende letzten Jahres ergriffenen Dämpfungsmaßnahmen deutlich abgekühlt. In Großbritannien ging das gesamtwirtschaftliche Produktionsergebnis im Vergleich zum Vorjahr sogar zurück; die Wachstumsrate war somit negativ. Die Bundesrepublik Deutschland verzeichnete bei nur wenig verminderter Konjunkturüberhitzung einen praktisch unveränderten Wachstumstrend, während sich in einigen der kleineren europäischen Industrieländer, darunter auch der Schweiz, der Produktionszuwachs mangels Arbeitskrafts- und Kapazitätsreserven verlangsamt hat.

Die geschilderten Tendenzen widerspiegeln die unterschiedlichen Phasen des Konjunkturverlaufes, in denen

sich die wichtigsten Industrieländer zurzeit befinden. Sie reichen vom beginnenden Auslaufen des Booms in der Bundesrepublik Deutschland und in einigen der kleineren europäischen Länder über eine deutliche Abschwächung in Italien und Japan und ein eigentliches Konjunkturtief in Großbritannien bis zu verschiedenen Stufen beginnenden oder schon fortgeschrittenen Wiederaufschwunges in den USA, Kanada oder Frankreich.

Bereits in früheren Berichten ist auf das Phänomen aufmerksam gemacht worden, daß völlig unberührt von den unterschiedlichen Konjunkturphasen, Wachstumstrends, Beschäftigungs- und Nachfrageverhältnissen in den einzelnen Ländern einheitlich in allen westlichen Industriestaaten seit 1969 ein ungewöhnlich starker inflatorischer Lohn- und Preisauftrieb im Gange ist. Selbst dort, wo Nachfrageüberhang und Überbeschäftigung längst von Stagnation und Arbeitslosigkeit abgelöst wurden, dauerte der Anstieg der Löhne und der kostenbedingten Preiserhöhungen bisher kaum vermindert an.

Die Preissteigerung dürfte nach den Schätzungen der OECD in ihrem Bereiche, dem die wichtigsten Industrieländer zugehören, während der ersten Hälfte dieses Jahres mit 5½% nur wenig geringer ausgefallen sein als im Verlaufe des vergangenen Jahres (5,7%). Die höchsten Teuerungsraten (Preisindex des Bruttosozialprodukts) hatten dabei Großbritannien, die Schweiz, die Bundesrepublik Deutschland und Italien, dicht gefolgt von den Vereinigten Staaten und Frankreich, zu verzeichnen.

In den meisten Ländern war der anhaltende Preisauftrieb primär durch den unentwegten, die erzielten Produktivitätszuwachsrate weit übertreffenden Lohnkostenanstieg bedingt. So erhöhten sich die Lohnkosten pro Arbeitseinheit im vergangenen Jahr beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland um rund 15%, in Italien um 14% und in Großbritannien um annähernd 11%. Die Lohnsteigerungen, oft zur Vermeidung schwerwiegender Streikverluste zugestanden, setzten sich auch im laufenden Jahr fort. In einigen Ländern, insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland, scheint sich allerdings in letzter Zeit eine gewisse Verlangsamung des Lohnauftriebs abzuzeichnen. Noch in keinem größeren Land ist es indessen bisher gelungen, der verhängnisvollen Lohn-Preis-Spirale mit den traditionellen Mitteln wirtschaftspolitischer Einflußnahme wirksam Einhalt zu gebieten. Nachdem im vergangenen Jahr bereits die Niederlande, Schweden, Dänemark und Norwegen zu einem direkten Lohn- und Preisstopp gegriffen hatten, sahen sich vor kurzem auch die Vereinigten Staaten gezwungen, entgegen allen dort bisher hochgehaltenen Prinzipien wirtschaftspolitischen Verhaltens einen vorläufig auf 90 Tage befristeten allgemeinen Stillstand der Löhne und Preise zu verfügen, um endlich die trotz hoher Arbeitslosigkeit und geringer Kapazitätsauslastung fort-

<sup>1)</sup> 1. Teil: Schriftlicher Bericht; 2. Teil: Mündliche Ausführungen.

dauernde Inflation einzudämmen. Es bleibt abzuwarten, ob es mit diesem drastischen Eingriff, der bereits den lebhaften Protest der amerikanischen Gewerkschaften hervorgerufen hat, gelingen wird, den unheilvollen Zirkel der inflatorischen Lohn- und Preissteigerungen in den Vereinigten Staaten zu durchbrechen. Sollte dies entgegen den in den meisten anderen Ländern gemachten Erfahrungen der Fall sein, so ist anzunehmen, daß dann im Zeichen der sich verschärfenden internationalen Preiswettbewerb auch die Preissteigerungstendenzen in anderen Ländern gebremst würden.

Der ungewöhnlich starke Auftrieb der Exportpreise in praktisch allen wichtigeren Industrieländern, der im internationalen Wirtschaftsgeschehen des vergangenen Jahres als neuartige, die verstärkte weltweite Inflationstendenz charakterisierende Erscheinung hervortrat, hat sich im Verlaufe der ersten Hälfte 1971 etwas verlangsamt. Einzig in Großbritannien war in den vergangenen Monaten ein auffallend starker Anstieg der Ausfuhrpreise zu verzeichnen. In seinem letzten Bericht zur internationalen Wirtschaftslage weist das Sekretariat der OECD darauf hin, daß praktisch alle bedeutenden Exportländer angesichts des weltweit herrschenden Nachfragesogs die Aufwertung Deutschlands dazu benutzt hätten, die Dollarpreise ihrer eigenen Exporte zu erhöhen. In den vergangenen Monaten trug die massive Heraufsetzung der Erdölpreise, welche von den wichtigsten Produktionsländern durchgesetzt wurde, maßgeblich zum weiteren Anstieg der Importpreise wie auch der nationalen Preisniveaus bei. Es wird veranschlagt, daß dieser Schritt in den OECD-Ländern einen Preisanstieg für Erdöl und Erdölprodukte von 15% bis 20% zur Folge haben dürfte.

Die Aussichten für den weiteren Konjunkturverlauf in den einzelnen Ländern wie auch für die Entwicklung des Welthandels lassen sich so kurz nach den sowohl in nationaler wie internationaler Hinsicht außerordentlich weitreichenden Maßnahmen, welche die Vereinigten Staaten Mitte August trafen, noch kaum beurteilen. Es ist möglich, daß die auf eine rasche Stimulierung der amerikanischen Wirtschaftstätigkeit gerichteten Vorkehrungen zusammen mit dem Lohn- und Preisstopp die offenbar nicht zuletzt psychologisch – Inflationbefürchtungen und Sorgen um den Arbeitsplatz – bedingte Zurückhaltung der amerikanischen Konsumenten und Unternehmer überwinden und damit einen beschleunigten Konjunkturaufschwung herbeiführen werden. Die monetären und güterwirtschaftlichen Voraussetzungen scheinen hierfür durchaus gegeben. Andererseits muß damit gerechnet werden, daß die außenwirtschaftlichen und währungspolitischen Maßnahmen der Vereinigten Staaten zusammen mit der im internationalen Zahlungsverkehr ausgelösten Verwirrung und Unsicherheit die konjunkturelle Entwicklung in den übrigen Ländern, insbesondere in Europa, Japan und Kanada, spürbar dämpfen und den von einem amerikanischen Konjunkturaufschwung allenfalls ausgehenden Auftriebstendenzen entgegenwirken werden. Sollte die Störung der internationalen Währungsordnung in Gestalt improvisierter Wechselkursysteme verschiedener Art längere Zeit andauern und von handelspolitischen Schutz- und Vergeltungsmaßnahmen

begleitet sein, so dürfte sich ein sehr empfindlicher Rückschlag des internationalen Handels schwerlich vermeiden lassen. Die u.a. von der OECD zum Ausdruck gebrachte Erwartung, die Ausweitung des Außenhandelsvolumens der wichtigsten Industrieländer, die im Gefolge der Rezession in den Vereinigten Staaten und der zunehmenden Kapazitätsauslastung in verschiedenen europäischen Ländern von 12,6% 1969 auf 8,7% 1970 und rund 6% in der ersten Hälfte 1971 zurückgegangen war, werde vom zweiten Semester des laufenden Jahres an wieder steigende Tendenz aufweisen, dürfte unter solchen Voraussetzungen kaum in Erfüllung gehen. Sicher ist, daß mit der jüngsten Entwicklung die Gefahr, der in den Nachkriegsjahren sukzessive verwirklichten Liberalisierung des zwischenstaatlichen Handels- und Zahlungsverkehrs in der westlichen Welt wieder verlustig zu gehen und erneut zunehmendem Restriktionismus und Protektionismus zu verfallen, größer geworden ist als je. Auch die nach langwierigen und schwierigen Verhandlungen erreichte Verständigung über den Beitritt Großbritanniens zur EWG dürfte durch die Währungskrise und die darob unter den «Sechs» zutage getretenen Meinungsverschiedenheiten über die einzuschlagende Währungspolitik in Mitleidenschaft gezogen werden.

Zur wirtschaftlichen Lage in einigen der wichtigsten Industrieländer folgen nachstehend einige ergänzende Hinweise:

Die wirtschaftliche Aktivität in den *Vereinigten Staaten* belebte sich trotz der seit dem vergangenen Jahr ergriffenen Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft bisher nur mäßig. Das Bruttosozialprodukt dürfte während des ersten Semesters real um etwa 3½% zugenommen haben. Dieser Zuwachs spiegelt teilweise die höheren Produktionsziffern in der Automobilindustrie, die den durch Streik verursachten Ausfällen im 4. Quartal 1970 folgten. Zugenommen hat sodann vor allem sehr kräftig die Wohnungsproduktion, die von der nachhaltigen Entspannung des Geld- und Kapitalmarktes stimuliert wurde. Dagegen stiegen die Konsumausgaben nur sehr zögernd, während die Sparquote überdurchschnittlich hoch blieb. Die unvermindert hohe Arbeitslosigkeit – rund 6% in den letzten Monaten – und die anhaltende Geldentwertung scheinen das Verhalten weiter Bevölkerungskreise nachhaltig beeinflußt zu haben. Auch die Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaft zeigte bisher keine stärkere Belebung. Die relativ geringe Kapazitätsauslastung der Industrie (73% im Juli) bei weiterhin stark ansteigenden Lohnsätzen (vereinbarte Tariflohnerhöhungen von etwas über 10% pro Jahr in der Automobil- und Stahlindustrie sowie bei den Eisenbahnen für die nächsten 3 Jahre) und die gedrückten Gewinnmargen wirkten sich offensichtlich hemmend auf die Neigung zu neuen Investitionen aus. Nach einer vorübergehenden Abschwächung nahm die Teuerung in den vergangenen Monaten wieder leicht zu. Der Index der Lebenshaltungskosten wies im Juni einen Anstieg von 4,3% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat auf.

Der anhaltende Lohn- und Preisauftrieb bei gleichzeitig fortdauernder hoher Arbeitslosigkeit und die Ver-

schlechterung der Handelsbilanz veranlaßten den Präsidenten der Vereinigten Staaten, am 15. August 1971 ein drastisches Sanierungsprogramm anzukünden. Neben Steuerensenkungsmaßnahmen zur Ankurbelung der Konsum- und Investitionsausgaben erließ er insbesondere einen auf 90 Tage befristeten generellen Lohn- und Preisstopp, mit dem der Cost-push-Inflation die Spitze gebrochen werden soll. Die amerikanischen Behörden hatten bisher die Belebung der wirtschaftlichen Aktivität primär durch eine expansive Geld- und Kreditpolitik zu erreichen versucht. Die Geldmenge dehnte sich im ersten Semester 1971 zeitweise mit einer Jahreszuwachsrate von bis zu 12% und 13% aus, was wohl einen rapiden Rückgang des amerikanischen Zinsniveaus zur Folge hatte und den Kapitalabfluß ins Ausland förderte, jedoch ohne nachhaltige Auswirkungen auf die Binnenkonjunktur blieb. Die amerikanischen Währungsbehörden ließen daher vom Mai 1971 an die Geldversorgung wieder etwas langsamer anwachsen. Angesichts der recht massiven neuen Eingriffe der amerikanischen Regierung erscheint ein beschleunigter Konjunkturaufschwung nicht ausgeschlossen. Es fragt sich jedoch, ob mit dem radikalen Lohn- und Preisstopp zugleich auch das latente Problem der fortschreitenden Inflation wirklich gelöst werden kann oder ob nicht die immer noch vorhandenen Lohn- und Preisauftriebskräfte einfach vorübergehend aufgestaut werden. Völlig ungewiß ist sodann, welche Rückwirkungen ein Andauern der internationalen Währungs- und Preisentwicklung in diesem Zusammenhang allenfalls einsetzender Rückschlag im Welthandel auf die Wirtschaft der Vereinigten Staaten hätten.

Die Wirtschaftsentwicklung *Großbritanniens* war im laufenden Jahr wenig befriedigend. Das reale Brutto-sozialprodukt bewegte sich im ersten Semester um 1,5% unter dem entsprechenden Vorjahresergebnis. Der inflationäre Anstieg der Löhne und Preise dagegen dauerte unvermindert fort, ja verstärkte sich noch. Der Konsumentenpreisindex zeigte im Juni eine Erhöhung um 10%, der Großhandelspreisindex eine solche von 8%. Der ungewöhnlich starke Lohnauftrieb hat sich in letzter Zeit zwar etwas abgeschwächt. Er übertrifft aber nach wie vor den minimalen Produktivitätszuwachs bei weitem. Die Regierung lehnte bisher eine direkte Einkommens- und Preisbeeinflussung mit dem Argument ab, daß nur die Marktkräfte zu einem echten Gleichgewicht zurückführen könnten. Der außergewöhnliche Anstieg der Lohnkosten scheint in den vergangenen Monaten zu einer beschleunigten Freisetzung von Arbeitskräften, die nicht dringend benötigt werden, geführt zu haben. Die Arbeitslosigkeit stieg seit Jahresbeginn kräftig an. Sie erreichte im Juli mit 3,7% oder rund 904 000 Beschäftigungslosen einen neuen Höchststand. Die Regierung kündigte angesichts dessen erstmals vorsichtig Ende März und deutlicher Mitte Juli Maßnahmen zur Belebung der Wirtschaftstätigkeit an. So wurden die Abschreibungsquoten auf Neuinvestitionen erhöht, die Beschränkungen auf Abzahlungskäufen aufgehoben und die Konsumsteuern gesenkt. Zugleich ließ der Schatzkanzler durchblicken, daß die Regierung der Lohn- und Preisentwicklung inskünftig nicht mehr in jedem Fall untätig zusehen werde.

Die konjunkturellen Auftriebskräfte haben in der *Bundesrepublik Deutschland* zwar an Schwungkraft eingebüßt. Ein stärkerer Konjunkturrückgang war indessen bisher nicht festzustellen. Der Auftragseingang in der Industrie hat sich verlangsamt, hielt sich im ersten Semester 1971 insgesamt jedoch weiterhin auf einem hohen Stand. Abgeschwächt hat sich vor allem die Inlandnachfrage nach Investitionsgütern, während der Auftragseingang aus dem Ausland kaum vermindert fort dauerte. Daran scheint auch die Freigabe des Wechselkurses im Mai, soweit sich das schon feststellen läßt, zunächst wenig geändert zu haben. Die industrielle Produktion hielt sich seit dem Monat April annähernd auf gleichem Niveau, nachdem während des ersten Quartals noch eine deutliche Zunahme zu verzeichnen gewesen war. Auf ein Nachlassen der konjunkturellen Überhitzung deutet auch die jüngste Entwicklung am Arbeitsmarkt hin, wo die Zahl der gemeldeten Arbeitslosen leicht zugenommen hat, jene der offenen Stellen zurückgegangen ist. Der Anstieg der Löhne, der im vergangenen Jahr und noch Anfang 1971 ein außergewöhnliches Ausmaß erreicht hatte – im Mai lagen die Tariflöhne und Gehälter in der Industrie um 16%, in der Gesamtwirtschaft um 14,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand – hat sich in den letzten Monaten etwas abgeschwächt. Das rasche Anwachsen der Einkommen ließ die privaten Konsumausgaben kräftig anschwellen, während der Arbeitskräftemangel und die stark komprimierten Gewinnspannen dazu beitrugen, die Investitionstätigkeit der Wirtschaft zu bremsen. Der Preisauftrieb hielt an. Die Teuerungsraten wurden größer. Der Konsumentenpreisindex wies im Juni gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat eine Zunahme von 5,0% auf. Die Bundesregierung ergriff wohl anläßlich der Freigabe des Wechselkurses im Mai einige zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen zur Eindämmung der Nachfrageexpansion. Der im Vorjahr erlassene Steuerzuschlag von 10% fiel jedoch Ende Juli dahin. Die Regierung scheint in letzter Zeit bestrebt zu sein, angesichts der sich abzeichnenden Verlangsamung der Auftriebskräfte und der durch Kostensteigerung und Währungsentwicklung erschwerten internationalen Wettbewerbslage der Exportwirtschaft die Wirtschaftstätigkeit nicht durch weitere Bremsmaßnahmen allzu sehr einzudämmen, um nicht die Gefahr einer eigentlichen Rezession heraufzubeschwören. Mit der Einstellung der Dollarübernahmen zu festem Kurs erlangte die Bundesbank wieder etwas größere Bewegungsfreiheit in ihrer Geld- und Kreditpolitik. Sie nahm jedoch angesichts der labilen Konjunktursituation in letzter Zeit keine weitere Verschärfung ihrer Politik vor.

Die Wirtschaft *Frankreichs* verzeichnete nach einer fühlbaren Abkühlung in der zweiten Hälfte 1970 im laufenden Jahr zunächst einen beachtlichen Aufschwung, der sich in letzter Zeit allerdings wieder etwas verflacht zu haben scheint. Insbesondere die industrielle Produktion nahm in den ersten Monaten 1971 kräftig zu. Auftriebsimpulse gingen außer von der beträchtlich gestiegenen Exportnachfrage namentlich auch vom privaten Konsum aus. Die erhöhte wirtschaftliche Aktivität hatte einen Rückgang der Arbeitslosenziffer, die im Vorjahr beträchtlich angestiegen war, zur Folge. Die Maßnahmen der

Regierung waren darauf gerichtet, die Belebung der wirtschaftlichen Aktivität so zu dosieren, daß die Lohn- und Preisentwicklung keine zusätzlichen Impulse erhielt. Zu diesem Zweck wurde die monetäre Politik der Notenbank sukzessive verschärft. So wurden der Diskontsatz und wiederholt die Mindestreserveanforderungen heraufgesetzt. Die Währungsbehörden waren im übrigen vor allem bemüht, inflatorische Auswirkungen ausländischer Mittelzuflüsse zu verhindern. Die Preissteigerung dauerte indessen kaum vermindert an. Der Index der Verbraucherpreise übertraf im Juni 1971 den entsprechenden Vorjahresstand um 5,3%.

Die wirtschaftliche Entwicklung *Italiens* stand auch in den vergangenen Monaten weiterhin im Zeichen der sozialen Unrast und häufiger Arbeitsniederlegungen. Die Produktionssteigerungen wie auch die inländische Nachfrage wurden dadurch stark gehemmt. Die Sparquote der privaten Haushalte stieg angesichts der herrschenden Unsicherheit stark an. Andererseits blieb die Investitionsneigung der privaten Wirtschaft gedrückt. Die industrielle Produktion, die sich im vergangenen Jahr trotz der häufigen Streiks auf der Vorjahreshöhe halten können, war im ersten Semester 1971 rückläufig. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr betrug 2,5%. Die anhaltende Stagnation macht sich auch am Arbeitsmarkt bemerkbar. Die Zahl der Arbeitslosen ist im Steigen begriffen. Der Anstieg der Löhne und der Lohnkosten, der 1970 ein außerordentliches Maß erreicht hatte, verlangsamte sich in den vergangenen Monaten etwas, blieb aber mit 11,2% während des ersten Semesters in der Industrie weiterhin beträchtlich. Zahlreiche Unternehmen, vor allem kleinerer oder mittlerer Größe, gerieten inzwischen durch die Lohnkostensteigerung, die sie nicht aufzufangen vermochten, in akute Schwierigkeiten. Die Regierung versucht, vor allem durch Übernahme eines Teils der Soziallasten, die Lage der Unternehmen zu erleichtern. Der Preisanstieg war im Verhältnis zur Lohnentwicklung bisher relativ mäßig. Die Lebenshaltungskosten lagen im Juni um 5,2% über dem Vorjahresstand, während die Großhandelspreise für Konsumgüter um rund 3,5% stiegen und für Investitionsgüter praktisch unverändert blieben. Im Laufe des Sommers scheinen die Lebenshaltungskosten beschleunigt gestiegen zu sein.

In den kleineren Industrieländern Europas schwächte sich im allgemeinen die Auftriebsdynamik ab, während der Kosten- und Preisanstieg kaum vermindert anhielt. In den *Niederlanden* stieg die Industrieproduktion in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres gegenüber dem Vorjahr um 8% an. Es wird indessen erwartet, daß die Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts in diesem Jahr mit etwa 4% niedriger ausfällt als im Vorjahr (6%). Der Preisauftrieb verstärkte sich in den letzten Monaten. Er erreichte bei den Konsumentenpreisen nahezu 8%. In *Belgien* war die Teuerung weniger ausgeprägt. Der Inflationsdruck nahm jedoch in den vergangenen Monaten ebenfalls zu und veranlaßte die Behörden, Maßnahmen zur Eindämmung der konjunkturellen Überhitzung zu treffen. In den drei skandinavischen Ländern *Schweden*, *Dänemark* und *Finnland* trat 1971 eine Abschwächung des wirtschaftlichen Wachstumstempos

ein. Schweden hatte eine Zunahme der Arbeitslosigkeit zu verzeichnen. Trotz des im vergangenen Herbst in Schweden und Dänemark verfügt Lohn- und Preisstopps hielt der starke Kosten- und Preisauftrieb an. Die Wirtschaft *Norwegens*, die seit einiger Zeit in ihrer Entwicklung von den übrigen skandinavischen Ländern abweicht, trat im laufenden Jahr nach einer leichten Konjunkturabschwächung in eine neue Aufschwungsphase ein, wobei Löhne und Preise fast sprunghaft in die Höhe kletterten.

In *Kanada*, wo es den Behörden im vergangenen Jahr gelungen war, die Preisentwicklung weitgehend zu stabilisieren, reagierte die Wirtschaft auf die im zweiten Semester 1970 eingeleiteten kredit- und fiskalpolitischen Ankerbelungsmaßnahmen im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten mit einer deutlicheren Erholung. Die zeitweise sehr hohe Arbeitslosenzahl konnte indessen nur zum Teil reduziert werden. Zugleich hat sich der Lohnauftrieb wieder verstärkt, was sich nachteilig auf die Investitionsbereitschaft auszuwirken droht.

Die von der *japanischen* Regierung im vergangenen Jahr getroffenen Maßnahmen zur Eindämmung der stark inflatorischen Konjunkturüberhitzung hatten eine erhebliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums, zugleich aber auch eine deutliche Verlangsamung des Lohn- und Preisanstiegs zur Folge. Inzwischen wurde die Kredit- und Finanzpolitik auf neuerliche Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität umgeschaltet. Es wurde, da die japanische Wirtschaft erfahrungsgemäß rasch auf konjunkturelle Maßnahmen reagiert, zunächst mit einer deutlichen Konjunkturbelebung in der zweiten Hälfte 1971 gerechnet. Wie sich jedoch die Entwicklung nach den durch die jüngsten amerikanischen Maßnahmen veränderten Verhältnissen gestalten wird, läßt sich zurzeit noch nicht übersehen.

### Das internationale Währungsgeschehen

Die internationalen Devisenmärkte und in zunehmendem Maße schließlich die gesamte Weltwirtschaft standen im Verlaufe der vergangenen Monate im Banne der sich sukzessive zuspitzenden Krise des Dollars und ihrer das ganze internationale Währungssystem erschütternden Auswirkungen.

Die Rückzahlungen von Eurodollars, welche amerikanische Banken während der akuten Kreditverknappung in den Vereinigten Staaten in den Jahren 1968/69 aufgenommen hatten, setzten sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres fort. Sie hatten bedeutende Dollarzuflüsse nach einer Reihe von europäischen Ländern zur Folge, insbesondere nach der Bundesrepublik Deutschland, Großbritannien und den Niederlanden, aber auch nach der Schweiz, Belgien und Frankreich. Waren diese Kapitalbewegungen zunächst durch unterschiedliche Geld- und Kapitalmarktverhältnisse in den USA einerseits und den erwähnten Ländern andererseits und ein ent-

sprechendes Zinsgefälle bedingt, so traten in der Folge in zunehmendem Maße auch spekulative Momente, insbesondere Erwartungen über allfällige Wechselkursänderungen, hinzu. Die Bundesrepublik sah sich, nachdem sich im Frühjahr gezeigt hatte, daß die erwartete Konjunkturabschwächung nicht eintrat und die anhaltenden Mittelzuflüsse die geld- und kreditpolitischen Restriktionsmaßnahmen unwirksam machten, am 5. Mai veranlaßt, ihre Interventionen am Devisenmarkt einzustellen und in der Folge zu einem schwankenden Wechselkurs überzugehen. Ihrem Vorgehen folgten die Niederlande, während die Schweiz und Österreich ihre Währungen am 9. Mai aufwerteten.

Im Laufe des Frühjahrs hatten sich Währungsexperten verschiedener internationaler Organisationen mit dem Problem beschäftigt, wie den immer größeren Ausmaß annehmenden kurzfristigen Kapitalbewegungen von Land zu Land Schranken gezogen werden könnten. Die Notenbanken der elf wichtigsten Industrienationen kamen bei ihren Beratungen im Rahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im April überein, in einem ersten Schritt ihre eigenen Anlagen am Eurodevisenmarkt bis auf weiteres nicht mehr zu erhöhen, sondern sukzessive abzubauen und durch direkte Dollaranlagen in den Vereinigten Staaten zu ersetzen. Die amerikanischen Behörden erklärten sich ihrerseits bereit, zu diesem Zweck besondere Anlagemöglichkeiten zur Verfügung zu stellen. Auf diese Weise hoffte man, das Liquiditätsreservoir des Eurodollar-Marktes, durch den die kurzfristigen Kapitalfluktuationen in letzter Zeit zur Hauptsache gespiegelt wurden, einzuengen. Sowohl im Rahmen der BIZ als auch des Währungsfonds und der OECD wurden sodann weitere Möglichkeiten einer wirksamen Überwachung und Beeinflussung des Eurodevisenmarktes geprüft. Diese Studien sind bisher noch nicht zum Abschluß gelangt.

Die Lage an den Devisenmärkten blieb nach dem Übergang Deutschlands und der Niederlande zu fluktuierenden Wechselkursen und den innerhalb der EWG zutage tretenden Meinungsverschiedenheiten über die einschlagende Währungspolitik labil. Die anhaltende Unsicherheit trat schlagartig in Erscheinung, als die französischen Behörden anfangs August den Banken Anweisung gaben, die Annahme offensichtlich spekulativer Dollarzugänge einzustellen. Unverzüglich verbreitete sich die Auffassung, Frankreich sei daran, zur Zweiteilung seines Devisenmarktes überzugehen und halte den offiziellen Dollarkurs nur noch für laufende Zahlungen aufrecht, während für Finanztransaktionen ein freier, also tieferer, Dollarkurs zur Anwendung komme. Dies hatte zur Folge, daß das Mißtrauen gegenüber dem Dollar stieg und in wachsendem Maße versucht wurde, Dollarguthaben in andere Währungen und zum Teil auch Gold umzuwandeln.

In der gleichen Richtung wirkten sich die zur selben Zeit bekanntwerdenden ungünstigen Zahlen über die Zahlungsbilanzentwicklung der Vereinigten Staaten während der ersten Jahreshälfte 1971 aus. Hatte die amerikanische Handelsbilanz 1970 noch einen Aktivsaldo von 2,1 Mrd. Dollar aufgewiesen, so ergab die erste Hälfte 1971 ein Defizit von rund 400 Mio. Dollar. Der

defizitäre Trend dauerte auch im Juli fort. Die konjunkturelle Belebung in den USA, obwohl bisher bescheiden, war von einer starken Zunahme der Importe begleitet, während die Exporte nur unwesentlich über das Vorjahresniveau stiegen. Angesichts dieser Tendenz mußte ernstlich damit gerechnet werden, daß erstmals seit mehr als 20 Jahren nicht nur die Ertragsbilanz als Ganzes, sondern selbst die Handelsbilanz der Vereinigten Staaten für das ganze Jahr 1971 passiv würde. Zur gleichen Zeit fielen sodann die amerikanischen Goldreserven im Zusammenhang mit Goldkonversionen zur Rückzahlung von Währungsfondskrediten in die Nähe des oft als «kritisch» bezeichneten Bestandes von 10 Mrd. Dollar. Bei der allgemeinen Unsicherheit fand diese Tatsache erhebliche Beachtung und weckte Befürchtungen, die amerikanischen Behörden könnten, um ein weiteres Absinken der Goldreserven zu verhindern, entgegen allen Versicherungen nun doch das «Goldfenster» schließen. Die zunehmende Nervosität spiegelte sich schließlich auch im raschen Anstieg des Goldpreises am freien Markt. Sie erhielt neuen Auftrieb, als zu Beginn der zweiten Augustwoche bekannt wurde, ein Unterausschuß des amerikanischen Kongresses habe festgestellt, die schlechte Entwicklung der Handelsbilanz sei auf eine Überbewertung des Dollars zurückzuführen und der Dollar müsse daher abgewertet werden. Erneut setzte eine massive Flucht aus dem Dollar ein. Sie richtete sich, nachdem Frankreich Maßnahmen zur Erschwerung von Mittelzuflüssen getroffen hatte und in Deutschland und Holland der Wechselkurs schwankte, vor allem nach der Schweiz. In den ersten beiden Augustwochen flossen der Nationalbank nicht weniger als 2,1 Mrd. Dollar zu. Die Entwicklung schien sich indessen gegen das Ende der 2. Woche hin allmählich wieder zu beruhigen. Am folgenden Sonntag kündigte jedoch der amerikanische Präsident im Rahmen eines sowohl binnen- wie außenwirtschaftliche Maßnahmen umfassenden Sanierungsprogrammes die vorübergehende Aufhebung der Konvertibilität des Dollars und die Einführung eines ebenfalls als temporär bezeichneten Zollzuschlages von 10% auf einem großen Teil der amerikanischen Importe an. Diese Mitteilung hatte die unverzügliche Schließung der Devisenmärkte in nahezu allen bedeutenderen Industrielandern zur Folge.

Erste Bemühungen wurden unternommen, gegenüber den von den Vereinigten Staaten getroffenen Maßnahmen auf Seiten der wichtigeren nicht-amerikanischen Industrienationen zu einer einheitlichen Haltung zu gelangen. Die Wirtschafts- und Finanzminister der EWG vermochten sich indessen an einer wenige Tage später stattfindenden Zusammenkunft nicht auf eine gemeinsame Politik zu einigen. In den meisten Ländern wurden die Devisenmärkte nach einwöchiger Unterbrechung wieder geöffnet. Frankreich ging zu einer Aufteilung des Devisenmarktes über, indem es für Handelstransaktionen unter Einführung entsprechender Devisenkontrollen am bisherigen festen Dollarkurs festhielt, für den übrigen Zahlungsverkehr jedoch die Kursentwicklung dem freien Spiel von Angebot und Nachfrage überließ. Belgien hielt grundsätzlich an der Zweiteilung des Devisenmarktes, die es schon seit längerer Zeit zur Anwendung gebracht hatte,

fest, wie auch die Bundesrepublik Deutschland und die Niederlande den Dollarkurs nach wie vor frei schwanken ließen. Zugleich vereinbarten jedoch Belgien und die Niederlande, im Zahlungsverkehr unter sich wieder zu einer festen Wechselkursrelation zurückzukehren. Die Mehrzahl der übrigen europäischen Länder, so Großbritannien, Italien, Österreich und die skandinavischen Länder, gingen dazu über, den Dollarkurs am Markt nicht mehr beim bisherigen unteren Interventionspunkt zu stützen, sondern allenfalls darunter fallen zu lassen. Die daraus sich ergebende faktische Aufwertung gegenüber dem Dollar hielt sich bisher in den meisten Ländern in sehr engen Grenzen. Von den größeren Industrieländern hielt Japan den bisherigen Paritätskurs zum Dollar am längsten aufrecht, mußte jedoch trotz Verschärfung der Devisenüberwachung schließlich Ende August, nachdem der Dollarzufluß ein außerordentliches Ausmaß erreicht hatte, den Dollarkurs ebenfalls freigeben.

Allgemein besteht Einmütigkeit darüber, daß es sich bei diesen Abwehrmaßnahmen, welche immer auch gewählt wurden, nur um erste und temporäre Anpassungsreaktionen handeln sollte und daß es gilt, so rasch als möglich eine echte Bereinigung der internationalen Währungsverhältnisse und eine Reform des internationalen Währungssystems zu verwirklichen. Zu diesem Zweck sollen in den nächsten Tagen zunächst die Finanzminister der sechs EWG-Länder und nur wenig später jene der zehn führenden Industrienationen, der sog. «Zehner-Gruppe», zusammen mit ihren Notenbankgouverneuren sowie dem Generaldirektor des Währungsfonds zusammentreffen. An der zuletzt genannten Tagung wird auch die Schweiz vertreten sein. Ende dieses Monats wird sodann die Jahresversammlung des Währungsfonds und der Weltbank stattfinden, die naturgemäß ein weiteres Forum für internationale Währungsgespräche bilden wird.

Damit ist in knappen Zügen die Entwicklung wiedergegeben, welche in die schwerste Währungs Krise der Nachkriegszeit ausmündete und die zugleich das vorläufige Ende des bisherigen internationalen Währungssystems herbeiführte. Es scheint angezeigt, dieser hochbedeutsamen Zäsur einige grundsätzliche Überlegungen zu widmen. Zuvor sei jedoch eine kurze Übersicht über die dem Währungsgeschehen der letzten Monate zugrundeliegende Zahlungsbilanzentwicklung vorausgeschickt.

Die Ertragsbilanzen der wichtigsten Industrieländer zeigten im Jahre 1970 eine im wesentlichen befriedigende Entwicklung. Sie führten erstmals seit vielen Jahren zu einem ausgeglicheneren Verhältnis zwischen «chronischen» Überschuß- und «chronischen» Defizitländern. Nachdem während Jahren dem Defizit der beiden Reservewährungsländer ein annähernd gleich großer Einnahmenüberschuß der sechs EWG-Staaten gegenübergestanden war, wiesen beide Gruppen im vergangenen Jahr Ertragsbilanzüberschüsse von ungefähr gleichem Umfang auf. Erstmals seit vielen Jahren konnte Großbritannien einen ansehnlichen Aktivsaldo (1,5 Mrd. Dol-

lar) verzeichnen, und auch in den Vereinigten Staaten schlossen Handels- und Ertragsbilanz mit einem gegenüber dem Vorjahr verbesserten Ergebnis. Demgegenüber gingen im EWG-Bereich die Einnahmenüberschüsse der Bundesrepublik Deutschland und Italiens, die in den vorangegangenen Jahren einen ungewöhnlichen Umfang erreicht hatten, stark zurück, während Frankreich nach beträchtlichen Fehlbeträgen in den beiden Vorjahren wieder eine ausgeglichene Ertragsbilanz ausweisen konnte. Die günstige Entwicklung der Ertragsbilanzen der beiden Reservewährungsländer wie übrigens auch Kanadas vollzog sich mehr «zulasten» der kleinen Industrieländer Europas als jener der EWG. In Österreich und in der Schweiz gingen die Einnahmenüberschüsse stark zurück, während die Niederlande und die skandinavischen Länder, mit Ausnahme Norwegens, beträchtliche Fehlbeträge zu verzeichnen hatten. Japans Ertragsbilanzüberschuß (rund 2 Mrd. Dollar) blieb hingegen auch 1970 praktisch unverändert.

Diese im wesentlichen erfreulich ausgeglichene Entwicklung der Ertragsbilanzen wurde indessen durch Geldbewegungen größten Ausmaßes völlig überdeckt. Die Vereinigten Staaten wiesen demzufolge trotz verbesserter Ertragsbilanz ein Defizit in ihrer Gesamtzahlungsbilanz auf, das mit 11 Mrd. Dollar größer ausfiel als je zuvor, während die Bundesrepublik Deutschland trotz defizitärer Basisbilanz einen Zuwachs ihrer Währungsreserven um nicht weniger als 6,2 Mrd. Dollar zu verzeichnen hatte.

Im laufenden Jahr gestaltete sich die Ertragsbilanzentwicklung nicht mehr so ausgeglichen wie 1970. Das Ungleichgewicht zwischen den bedeutenderen Industrieländern vergrößerte sich vielmehr erneut. Vor allem die Handels- und Ertragsbilanz der Vereinigten Staaten nahm im ersten Semester 1971, wie bereits dargelegt, einen ungünstigen Verlauf. Dagegen wies Großbritannien weiterhin beachtliche Einnahmenüberschüsse auf. Der Aktivsaldo in der Ertragsbilanz der Bundesrepublik verminderte sich leicht, während sich der Handelsbilanzüberschuß annähernd auf der Höhe des Vorjahres hielt. Frankreich hatte einen beträchtlichen Ertragsbilanzüberschuß zu verzeichnen, während der Fehlbetrag Italiens gegenüber dem Vorjahr auf die Hälfte zurückging. Insgesamt nahm der Einnahmenüberschuß der EWG im internationalen Güter- und Dienstleistungsverkehr 1971 wieder zu. Einen Rekordüberschuß verzeichnete schließlich Japan. Die Konjunkturabschwächung hatte dort einen starken Rückgang der Importe bei unvermindertem Exportboom zur Folge. Der Ertragsbilanzüberschuß erreichte in der ersten Jahreshälfte 1971 allein einen Betrag von 1,8 Mrd. Dollar, verglichen mit einem solchen von 2,2 Mrd. Dollar im ganzen Jahr 1970.

Da der Kapitalabfluß aus den Vereinigten Staaten nach Europa und Japan 1971 fort dauerte, stieg das Defizit der amerikanischen Gesamtzahlungsbilanz («on official settlements») allein im ersten Semester auf 11,2 Mrd. Dollar. Die offiziellen Devisenreserven der nicht-amerikanischen Länder erhöhten sich von Januar bis Mai 1971 um 12 Mrd. auf 32,1 Mrd. Dollar.

Die geschilderten Zahlungsbilanztendenzen bilden den Hintergrund der jüngsten Währungsereignisse. Ihnen wird bei den Bemühungen zur Überwindung der eingetretenen Krise gebührend Rechnung getragen werden müssen.

Mit der Aufhebung der Konvertibilität des Dollars hat das internationale Währungssystem der Nachkriegszeit praktisch zu funktionieren aufgehört. Wohl ist durch diesen Akt an sich nur ein Zustand manifest geworden, der faktisch schon seit geraumer Zeit weitgehend bestand. Die Verpflichtung der Vereinigten Staaten, ihre Landeswährung auf Wunsch ausländischer Währungsbehörden in Gold umzuwandeln, war in den letzten Jahren in zunehmendem Maße nur noch zu einer Fiktion geworden. Trotzdem ist nun mit der offenen Aufkündigung dieser Verpflichtung seitens der Vereinigten Staaten ein entscheidendes Fundament der bisherigen Währungsordnung umgestoßen worden, auf das sich internationale Wertrelationen von ausschlaggebender Bedeutung, beispielsweise im Internationalen Währungsfonds und in anderen internationalen Institutionen, stützten. Diese Währungsordnung hatte im Prinzip auf der Übereinkunft beruht, daß Zahlungsbilanzfehlbeträge bei stabilen Wechselkursrelationen letztlich allgemein von allen Ländern durch Gold oder frei in Gold umtauschbare Zahlungsmittel ausgeglichen werden sollten, daß somit alle Länder ihre Zahlungen ans Ausland im Rahmen ihrer internationalen Einkünfte und ihrer Reserven an internationalen Zahlungsmitteln zu halten hätten. Eine wesentliche Grundlage für die wachsende Verwendung des Dollars als internationales Zahlungsmittel und als Währungsreserve hatte dabei das Vertrauen in die Möglichkeit gebildet, die erworbenen Dollars jederzeit in Gold, bzw. in ein wirklich internationales Zahlungsmittel, einzutauschen zu können.

Hatte man sich bislang der Annahme hingeben können, die Goldkonvertibilität bestehe, wenn auch mit Einschränkungen, weiter, so ist dies nun seit dem 16. August 1971 eindeutig und unmißverständlich nicht mehr möglich. Die nicht-amerikanischen Länder stehen damit zum mindesten bis auf weiteres vor der Alternative, entweder Dollarguthaben ohne die Möglichkeit einer Konversion in ein internationales Zahlungsmittel wie Gold oder Sonderziehungsrechte entgegenzunehmen, d.h. einen reinen Dollar-Standard anstelle des bisherigen Gold-Dollar-Standards zu akzeptieren, oder aber sich gegen einen durch die Aufhebung der Konversionsverpflichtung keinen äußeren Schranken mehr unterliegenden Dollaranfall durch die Aufhebung einer fixen Wechselkursrelation zum Dollar oder durch den Übergang zu einer teilweisen oder umfassenden Devisenbewirtschaftung zur Wehr zu setzen. Wie bereits ausgeführt worden ist, haben sich die wichtigsten Industrieländer nicht bereit gefunden, weiterhin unbegrenzt Dollars anzunehmen. Ihre Abwehrreaktion war jedoch, selbst innerhalb der EWG, bisher nicht einheitlich.

Für die Zukunft der internationalen Wirtschaftsbeziehungen wird von entscheidender Bedeutung sein, ob es gelingt, die gegenwärtige Phase improvisierter und un-

bestimmter internationaler Währungsverhältnisse bald zu überwinden und eine neue Währungsordnung zu schaffen, welche die weitere Entfaltung eines freiheitlichen Handels- und Zahlungsverkehrs gestattet. Drei Probleme werden, so scheint es, vor allem gelöst werden müssen, um dies zu erreichen. Das wichtigste und vordringlichste Problem ist zweifellos die Herstellung eines besseren Zahlungsbilanzgleichgewichts zwischen den Vereinigten Staaten und den übrigen Industriestaaten. Die Entwicklung der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz in den letzten Monaten deutet darauf hin, daß sich die internationale Wettbewerbslage der USA verschlechtert hat. Es ist denn auch die erklärte Absicht der amerikanischen Regierung, durch die Änderung der bestehenden Wechselkursrelationen eine bessere Konkurrenzposition zu erreichen. Dabei wird eine solche Anpassung offensichtlich in erster Linie auf Seiten der wichtigeren Handelspartner erwartet. Die Frage einer Änderung der geltenden Wechselkursverhältnisse zwischen dem Dollar und den Währungen einiger Industrieländer wird daher in den Bemühungen um die Wiederherstellung eines geordneten internationalen Währungssystems eine wesentliche Rolle spielen.

Wenn auch die Argumente, die für eine Anpassung der Kursrelationen zum Dollar sprechen, sich recht eindrucksvoll ausnehmen, so scheint es doch eher fraglich, ob mit einer Variation der Wechselkursrelationen allein das chronische, schon über zehn Jahre dauernde Zahlungsbilanzungleichgewicht der Vereinigten Staaten innert nützlicher Frist behoben werden kann, bzw. ob solch tiefgreifende Änderungen auf diesem Wege überhaupt zu verwirklichen sind. Bedeutende Passivposten in der amerikanischen Zahlungsbilanz dürften sich auf diese Weise schwerlich beeinflussen lassen. Eine Verbesserung der amerikanischen Ertragsbilanz, die auch nur einigermaßen zu ihrem Ausgleich reicht, wäre wohl nur über eine sehr bedeutende Umorientierung der internationalen Handelsströme zu erreichen. Die derzeitige Konjunktursituation in den wichtigsten Industrieländern erscheint jedoch für die Durchführung einer solchen Umschichtung von zwischenstaatlichen Wirtschaftsbeziehungen wenig günstig. Die Gefahr, daß eine zu abrupt angestrebte Umgestaltung der amerikanischen Ertragsbilanzstruktur, die sich im Verlaufe einer längeren Zeit herausgebildet hat, zu einem starken Rückschlag für die Weltwirtschaft führen könnte, ist beträchtlich.

Das zweite Problem ergibt sich aus dem erklärten Bestreben der Vereinigten Staaten, mit den unlängst ergriffenen Maßnahmen zugleich die bisherige Rolle und Funktion des Dollars als internationale Schlüssel-, Interventions- und Reservewährung, die für sie immer mehr zu einer Behinderung und Belastung wurde, aufzugeben. Eine befriedigende Lösung für dieses Problem innert kürzerer Zeit zu finden, erscheint ebenfalls sehr schwierig. Die Notenbanken aller bedeutenderen Länder mit konvertibler Währung steuerten bisher den Wechselkurs ihrer Währungen im Verhältnis zu sämtlichen ausländischen Währungen praktisch ausschließlich über den An- und Verkauf von Dollars. Indem sie alle den Kurs ihrer Landeswährung im Verhältnis zur gleichen Interven-

tionswahrung festlegen, werden zugleich auch die Kurse dieser Währungen unter sich in eindeutiger Weise bestimmt, ohne daß bei den «cross rates» Differenzen auftreten, die zu störenden Kursarbitragegeschaften Anlaß böten. Gäbe es kein gemeinsames internationales Interventionsmedium, so müßten die einzelnen Notenbanken stets die Kursrelationen ihrer Währungen gleichzeitig zu all den vielen einzelnen ausländischen Währungen kontrollieren und steuern. Dies wäre technisch sehr kompliziert, und es ließe sich nur schwer vermeiden, daß sich einzelne Währungsbehörden in ihren Transaktionen gegenseitig in die Quere kämen. Eine Währung, die den Dollar in dieser so eminent wichtigen Rolle, in die er im Laufe vieler Jahre organisch hineingewachsen ist, ersetzen könnte, ist vorerst nicht in Sicht. Solange aber der Dollar nicht, beispielsweise durch ein hiefür eigens geschaffenes internationales Medium, ersetzt werden kann, solange scheint ein Übergang zu einem wirklichen neuen internationalen Währungssystem schwer vorstellbar. Fluktuierende Wechselkurse oder die Aufnahme eines gebundenen Zahlungs- und Verrechnungsverkehrs, die als mögliche Alternativen in Frage kämen, wird man schwerlich als anzustrebende Konzeptionen für ein dauerhaftes internationales Währungssystem betrachten können. Auch die Bildung von Wahrungsblocken mit engeren Wahrungsbeziehungen in ihrem eigenen Bereich und lockeren Relationen unter sich müßte zu einem Rückschritt gegenüber dem heute verwirklichten weltwirtschaftlichen Integrationsgrad führen.

Wenn daher die internationale Währungsordnung in ihrer bisherigen Grundstruktur mit stabilen Wechselkursen und freier Konvertibilität aufrechterhalten werden soll, dann wird der Dollar nicht nur als Reservewährung, sondern auch als internationale Schlüssel- und Interventionswahrung entlastet und schließlich ersetzt werden müssen. Eine befriedigende Lösung dieses Problems dürfte nicht leicht zu finden sein und ihre Verwirklichung erhebliche Zeit in Anspruch nehmen.

Ein drittes Problem schließlich, das mit der Dollarkrise zwar nicht in unmittelbarem Zusammenhang steht, durch sie aber besonderes Ausmaß und Bedeutung erlangt hat, bilden die destabilisierend wirkenden internationalen Kapitalbewegungen. Sie haben in den letzten Jahren eine Bedeutung erlangt, welche eine internationale Überwachung und Beeinflussung erforderlich erscheinen läßt, weil sonst die einzelnen Länder sich zu einseitigen und unkoordinierten Abwehr- und Schutzmaßnahmen veranlaßt sehen könnten, welche den Tendenzen zu wachsendem Restriktionismus und Protektionismus in den einzelnen Ländern starken Auftrieb verleihen müßten. Die Entwicklung der letzten Jahre hat mit zunehmender Deutlichkeit gezeigt, daß der internationale Finanzverkehr institutionell und operationell einen Grad der zwischenstaatlichen Verbundenheit erlangt hat, welcher der allgemein wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Integration weit vorausgeeilt ist und mit diesen Gegebenheiten zunehmend in Konflikt gerät. Die außerordentlich eng gewordene Interdependenz aller wichtigeren Industrieländer im monetär-finanziellen Bereich führt dazu, die Bedingungen auf diesem Gebiete international stark

zu vereinheitlichen, während die realwirtschaftlichen Verhältnisse wie auch die wirtschaftspolitischen Intentionen von Land zu Land oft stark voneinander abweichen. Die Folge sind ernsthafte Störungen, wobei naheliegenderweise die Entwicklung in den wirtschaftlichen Großmächten eine starke Sogwirkung ausübt. Es stellt sich somit die Aufgabe, den im monetär-finanziellen Sektor erreichten Integrationsgrad mit dem geringeren Maß zwischenstaatlicher Vereinheitlichung im realwirtschaftlichen Bereich, namentlich hinsichtlich Konjunkturverlauf und Konjunkturpolitik, in besseren Einklang zu bringen, ohne daß dies zu einer ernsthaften Beeinträchtigung von Konvertibilität und liberalem Handelsverkehr führt. Bemühungen, hiefür Regelungen auf internationaler Ebene zu finden, sind, wie an anderer Stelle bereits ausgeführt worden ist, im Gange. Noch zeichnen sich jedoch keine konkreten Lösungen dafür ab. Unzweifelhaft ist auch dieses Problem geeignet, den Trend zu vermehrten nationalen Schutzmaßnahmen zu verstärken und die Aufgabe zu erschweren, die bisherige freiheitliche internationale Währungsordnung in ihrer Substanz durch die gegenwärtige Krise hindurch zu bewahren.

Die Bewältigung der Aufgabe, für die soeben skizzierten Probleme innert nützlicher Zeit befriedigende Lösungen zu erarbeiten, wird ein hohes Maß an Einsicht, Kooperationswilligkeit und Solidarität erfordern. Die Größe der Aufgabe steht in mancher Hinsicht kaum hinter derjenigen zurück, die anläßlich der Wahrungskonferenz von Bretton Woods für die Nachkriegszeit in so vorzüglicher Weise bewältigt wurde. Die Wahrungsverfassung von Bretton Woods, soweit sie die Grundsätze internationalen Verhaltens im zwischenstaatlichen Zahlungsverkehr anbetrifft, wie sie in den Statuten des IWF niedergelegt worden sind, erscheint als solche allerdings keineswegs überholt und unbrauchbar, wie oft behauptet wird. Nicht sie bedarf im wesentlichen der Anpassung, sondern der Mechanismus des Gold-Dollar-Standards, der sich in der Nachkriegszeit aus den faktischen Verhältnissen heraus entwickelt hat und der nach 25 Jahren nicht mehr mit den derzeitigen weltwirtschaftlichen Gegebenheiten übereinstimmt. Daher ist auch von einer Revision der Wahrungsfondsstatuten, etwa von den verschiedenen Vorschlägen, die Flexibilität der Wechselkurse in der einen oder anderen Form zu erhöhen, keine wirkliche Lösung der gegenwärtigen fundamentalen internationalen Wahrungsschwierigkeiten zu erwarten. Auf diesem Wege mögen sich zwar inskünftig Wechselkursanpassungen, die erforderlich werden, leichter vornehmen lassen. Eine echte Alternative für eine neue, dauerhafte internationale Währungsordnung stellen sie dagegen nicht dar.

Es wäre wohl wenig realistisch zu erwarten, daß schon innert kürzerer Zeit eine befriedigende Lösung der wichtigsten internationalen Wahrungsprobleme gefunden werden kann. Es ist daher mit der Möglichkeit einer Übergangszeit zu rechnen, in welcher der Dollar zwar noch weiterhin als Interventions- und Reservewährung Verwendung findet, in dieser Rolle jedoch dadurch eingeschränkt wird, daß gewisse Länder sich durch Freigabe des Dollarkurses, entweder allgemein oder aber partiell



für finanzielle Transaktionen, sowie durch weitere Abwehrmaßnahmen gegen größere Dollarzuflüsse zu schützen suchen. Es ist auch nicht anzunehmen, daß eine multilaterale Anpassung der Wechselkurse die Rückkehr zum bisherigen Währungssystem ohne Änderungen gestatten würde.

Dringend zu hoffen ist, daß durch internationale Verständigung und Zusammenarbeit die Phase des Überganges und der damit zusammenhängenden Unsicherheit möglichst rasch überwunden und damit der Weg zu einer stabilen und dauerhaften Währungsordnung freigelegt wird.

### **Die Konjunktorentwicklung in der Schweiz**

Die Nachfrageexpansion in unserem Lande schwächte sich in der ersten Hälfte des laufenden Jahres ab. Dies gilt insbesondere für die Exportwirtschaft sowie den Bereich der industriellen und gewerblichen Investitionen. Da sich jedoch wegen des Arbeitskräftemangels gleichzeitig auch das Wachstum der Produktionsleistungen weiter verlangsamte, blieb gesamtwirtschaftlich immer noch ein gewisser Nachfrageüberhang bestehen. Während sich in verschiedenen Sektoren in letzter Zeit eine Normalisierung im Verhältnis zwischen Auftragsbeständen und Produktion abzuzeichnen beginnt, scheint in anderen Bereichen, insbesondere in der Bauwirtschaft, nach wie vor ein Zustand ausgesprochener Überlastung fortzudauern. Die außerordentlich gespannte Lage am Arbeitsmarkt hat bisher keine spürbare Lockerung erfahren. Bedeutende Mittelzuflüsse aus dem Ausland haben zu einer starken Verflüssigung des inländischen Geld- und Kapitalmarktes geführt. Die Gefahr, daß zusätzliche Inflationsimpulse von monetärer Seite ausgelöst werden könnten, hat sich damit erhöht. Andererseits geht von den Ereignissen im internationalen Währungsbereich eine dämpfende Wirkung aus.

Die konjunkturelle Überhitzung, welche die schweizerische Wirtschaft seit 1969 erfaßte, führte in den vergangenen Monaten zu einem Preisanstieg, wie ihn die Schweiz in der ganzen Nachkriegszeit bisher noch nie zu verzeichnen hatte. Der Index der Konsumentenpreise übertraf seit dem März den entsprechenden Vorjahresstand um jeweils gegen 7%. Der Preisindex, mit dem das gesamte Bruttosozialprodukt bewertet wird, wies im 1. Semester gegenüber dem Vorjahr eine Teuerungsrate von 8,5% auf. Diese inflatorische Entwicklung der Preise wird in nächster Zeit auf dem Wege über den Teuerungsausgleich noch erhebliche weitere Lohnerhöhungen und als Folge der eingetretenen Kostensteigerungen zusätzliche Preissteigerungen vor allem im Dienstleistungsbereich nach sich ziehen. So stehen u.a. Tarifierungen bei den Bahnen, bei der Post und in der Elektrizitätsversorgung bevor. Die Lohn-Preis-Spirale befindet sich damit einmal mehr in einem Zeitpunkt in höchster Drehung, da sich die Auftriebskräfte von der Nachfrageseite her bereits abzuschwächen beginnen.

Eindeutige Auswirkungen der anfangs Mai getroffenen währungs- und wirtschaftspolitischen Maßnahmen lassen sich für die vergangenen Monate statistisch kaum nachweisen. Wohl hat sich die Zunahme der Exporte spürbar verlangsamt. Dies mag jedoch ebenso sehr durch die Konjunkturverflachung in einigen Absatzländern und die kapazitätsbedingte beschränkte Lieferfähigkeit der Exportwirtschaft bedingt sein wie durch die aufwertungsbedingte Verteuerung. Der effektive Aufwertungssatz bewegte sich bis zur Aufhebung der Dollarkonvertibilität durch die Vereinigten Staaten um gegen 5% herum. Im Verhältnis zur Bundesrepublik Deutschland, unserem wichtigsten Handelspartner, wie auch zu den Niederlanden und Österreich war das Ausmaß der Aufwertung geringer, da die Marktkurse der Währungen dieser Länder im Verhältnis zum Dollar gleichfalls gestiegen sind. Wenn sich auch ein Effekt der Aufwertung quantitativ-statistisch kaum nachweisen läßt, so sind doch unverkennbare Anzeichen dafür vorhanden, daß diese Maßnahme in verschiedener Hinsicht einen dämpfenden Einfluß auf die schweizerische Wirtschaft ausübte. Die tendenzielle Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsstellung hat den durch den zunehmenden Arbeitskräftemangel ausgelösten Strukturbereinigungsprozeß in überalterten, wenig produktiven Wirtschaftszweigen und Unternehmen beschleunigt. Sie dürfte ferner die Zurückhaltung gegenüber Erweiterungsinvestitionen verstärkt haben. Ganz allgemein ist wohl festzustellen, daß durch diese Maßnahme breite Kreise überhaupt erst auf das Ausmaß der konjunkturellen Überhitzung und die Existenz eines tiefgreifenden Ungleichgewichts unserer Wirtschaft aufmerksam gemacht wurden.

Die Maßnahmen zur Stabilisierung des Baumarktes, die Ende Juni gestützt auf einen dringlichen Bundesbeschuß erlassen wurden, sind erst so kurze Zeit in Kraft, daß sich noch keine konkreten Auswirkungen verzeichnen lassen. Der für die Durchführung des Beschlusses ernannte Beauftragte legte in Zusammenarbeit mit den Kantonsbehörden die Regionen mit überforderter Baukapazität fest und erließ für diese Gebiete eine vorläufig bis Ende September 1971 befristete generelle Bausperrung sowie ein Abbruchverbot. Sie erstreckten sich auf die im Bundesbeschuß hierfür vorgesehenen Baukategorien. Die Entwicklung der von den Banken in den zurückliegenden Monaten erteilten Baukredite deutet darauf hin, daß die noch im vergangenen Jahr von der Kreditzuwachsbegrenzung ausgehende Bremswirkung in diesem Sektor als Folge der inzwischen eingetretenen Marktverflüssigung weitgehend dahingeschwunden ist. Einer Überforderung des Baumarktes wird daher in nächster Zeit im wesentlichen nur noch durch direkte Begrenzung der Baunachfrage im Rahmen des dringlichen Bundesbeschlusses begegnet werden können.

Die Entwicklung des schweizerischen Außenhandels ist gekennzeichnet durch eine deutliche Verlangsamung des bisherigen Wachstumstrends. Der Wert der Exporte nahm in den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres um 6,8% zu, verglichen mit 13,6% im Vorjahr. Dabei ist dieser Wertzuwachs nach den vorliegenden Unterlagen

zu etwa 5% preisbedingt, während die Ausfuhr mengenmäßig lediglich um 1,6% anstieg. Der Verlauf in den ersten beiden Quartalen 1971 zeigt die sukzessive Abschwächung der Exportkonjunktur eher noch deutlicher. So folgte auf eine Zuwachsrate der Warenausfuhr von 10,5% im 1. Quartal eine solche von 3,7% im 2. Quartal, während im 2. Quartal 1970 noch eine Zunahme um 15,4% verzeichnet worden war. Waren die rückläufigen Exportzuwachsrate bisher im wesentlichen den durch Personalmangel und Kapazitätsauslastung bedingten Schwierigkeiten der Wirtschaft, ihre Lieferungen zu erhöhen, zuzuschreiben, so zeichnet sich in den letzten Monaten immer deutlicher auch ein Nachlassen der Auslandsnachfrage ab.

Die Exporte nach einigen Ländern spiegeln recht deutlich die dort eingetretene Abschwächung der Konjunktur. Besonders eindrücklich zeigt sich dies im Falle Japans. Die schweizerischen Exporte nach Japan waren in der ersten Jahreshälfte 1971 um 4,6% niedriger als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Im 1. Semester 1970 hatten sie um 32% zugenommen. Rückläufig entwickelte sich im übrigen auch die Ausfuhr nach Hongkong (-5,7% in der ersten Jahreshälfte). Eine deutliche Abnahme zeigten ferner die Exportzuwachsrate in dieser Zeit nach Italien (3,2% gegen 19,9% im Vorjahr), nach der Bundesrepublik (7,0% gegen 12,0% im Vorjahr), den Niederlanden, den Vereinigten Staaten und Schweden, während die Ausfuhr nach Frankreich stärker zunahm (12,1% gegen 8,1%). Für die EWG insgesamt ergab sich ein spürbarer Rückgang des Exportzuwachses (7,1% gegen 13,0% im Vorjahr), während die Exportentwicklung nach den EFTA-Ländern sich wenig verändert hat (15,0% gegen 16,5%). Nach wie vor wies die Maschinenindustrie die stärkste Exportsteigerung auf (+10,4%), gefolgt von der Apparate- und Instrumentenindustrie (+9,5%), der Textil- und Bekleidungsindustrie (+6,6%) und der chemischen Industrie (+6%). Die Exporte der Uhrenindustrie wiesen in diesem Zeitraum eine Zunahme von lediglich noch 1,9% auf.

Eher noch beachtlicher als bei der Ausfuhr erscheint die Abschwächung der Zuwachsrate bei den Importen. Die Wareneinfuhr war im vergangenen Jahr im Zeichen der Konjunkturüberhitzung in außerordentlicher Weise angeschwollen. Im Verlaufe der ersten sieben Monate 1971 betrug die relative Zunahme nur noch 7,0%, während sie in der gleichen Periode des Vorjahres 28% erreicht hatte. Auch hier ist ein trendmäßiger Rückgang (11,1% im 1. Quartal - Vorjahr 29,0%; 4,9% im 2. Quartal - Vorjahr 28,1%) festzustellen. Export- und Importentwicklung verliefen in letzter Zeit wieder weitgehend parallel. Erfahrungsgemäß deutet dies auf ein Nachlassen des Nachfragegedruckes in unserer Wirtschaft hin. Namentlich die Einfuhr von Investitionsgütern schwächte sich ab (im ersten Semester 1971 10,6% gegen 41,5% im Vorjahr - ohne Flugzeuge). Diese Tendenz steht im Einklang mit der Entwicklung der industriellen und gewerblichen Bauinvestitionen. Der Rückgang der Rohstoff- und Halbfabrikateimporte gegenüber dem Vorjahr deutet darauf hin, daß der Lageraufbau, der im vergangenen Jahr ein beträchtliches Ausmaß angenommen zu haben scheint,

zum Abschluß gelangt ist. Die Preissteigerung war bei den Importen, gemessen an der Veränderung des Durchschnittswertes, mit rund 2,5% im ersten Halbjahr 1971 nur etwa halb so groß wie bei den Exporten. Es ist dies auf den leichten Preisrückgang bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten zurückzuführen, während die importierten Investitionsgüter eine ungefähr gleich große Preissteigerung (rund 5%) aufwiesen wie die entsprechende Kategorie bei den Exporten.

Das Abklingen der Einfuhrhaushalte hatte zur Folge, daß sich auch die Passivierungstendenz der Handelsbilanz sukzessive verringerte. Der Fehlbetrag im Warenverkehr mit dem Ausland erreichte während der ersten sieben Monate 1971 3 783 Mio. Franken, gegenüber 3 515 Mio. Franken im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Werden die sehr unregelmäßig anfallenden Verkehrsflugzeugimporte in Abzug gebracht, so vermindert sich die Zunahme des Defizits auf weniger als 100 Mio. Franken. Wenn der bisherige Trend sowohl auf der Export- als auch auf der Importseite für den Rest des Jahres anhält, so dürfte 1971 das Handelsbilanzdefizit nicht wesentlich größer ausfallen als 1970. Nachdem die Ertragsbilanz im vergangenen Jahr mit einem geringfügigen Einnahmenüberschuß schloß, scheint daher für das laufende Jahr ebenfalls mit einer annähernd ausgeglichenen Ertragsbilanz gerechnet werden zu können.

Die Detailhandelsumsätze wiesen in der ersten Hälfte 1971 eine Zunahme um 9,2% auf. Nach Ausschaltung des Preisanstiegs ergibt sich eine reale Zuwachsrate von lediglich 2,5%. Die entsprechenden Vorjahresziffern betragen 7,2% bzw. 5,4%. Die Entwicklung dieser als für die privaten Konsumausgaben indikativ betrachteten Kennzahl würde darauf hindeuten, daß der Warenkonsum der privaten Haushalte entgegen allen Erwartungen von der Konjunkturhaushalte und namentlich auch von der sehr beachtlichen Lohnsteigerung bisher nicht sehr nachhaltig beeinflußt wurde, sondern in den letzten drei Jahren sehr stetig und mäßig zunahm.

Die Investitionstätigkeit läßt, wie bereits im Zusammenhang mit der Importentwicklung vermerkt worden ist, Zeichen einer Beruhigung erkennen. Der Wohnungsbau läuft allerdings weiterhin auf hohen Touren. Wohl war die Zahl der neuerstellten Wohnungen in den statistisch erfaßten Städten während der ersten sieben Monate um 3,4% geringer als vor Jahresfrist. Die Anzahl der in Bau befindlichen Wohnungen übertraf hingegen Ende Juni das entsprechende Vorjahresbetreffnis um 2%. Der Mangel an Arbeitskräften scheint die Produktionsleistungen im Bausektor empfindlich zu hemmen.

Die weitere Entwicklung der Wohnbautätigkeit erscheint vorerst eher undurchsichtig. Nach der Zahl der erteilten Baubewilligungen in den Städten zu schließen, zeichnet sich ein gewisser Rückgang im Wohnungsbau ab. Von Januar bis Juli 1971 wurden rund 13% weniger Wohnungen bewilligt als in der gleichen Zeit des Vorjahres. Die Entwicklung der von den Banken bewilligten Baukredite weist dagegen eine völlig entgegengesetzte Tendenz auf. Die Summe der in der ersten Jahreshälfte

1971 von den Bankinstituten bewilligten Baukredite übertraf den entsprechenden Vorjahresbetrag um nicht weniger als 28%. Vorerst liegen denn auch keine verlässlichen Indizien dafür vor, daß im Wohnungsbau eine spürbare Abschwächung eintreten werde. Eine Beruhigung der hektischen Nachfrageexpansion wäre im Interesse einer Entspannung am Arbeitsmarkt, einer rationelleren Ausnützung der Kapazitäten und damit der Verringerung der inflatorischen Kosten- und Preissteigerungstendenzen dringend erwünscht. Die Erstellung preisgünstiger Wohnungen würde dadurch nicht beeinträchtigt, sondern eher erleichtert.

Der kräftige Aufschwung der gewerblichen und industriellen Bauinvestitionen, der Mitte 1969 einsetzte, hat sich in letzter Zeit abgeschwächt. Nach den vorliegenden provisorischen Schätzungen nahmen die Bruttoanlageinvestitionen im ersten Semester 1971 nominell um 16% und real um 5% zu, verglichen mit 20% bzw. 8% im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Die Zahl der begutachteten Fabrikvorlagen, welche nach den bisherigen Erfahrungen der effektiven Bauausführung rund anderthalb Jahre vorausgeht, war bereits im 3. und 4. Quartal 1970 leicht rückläufig, nahm dann im 1. Quartal 1971 wieder um 2,8% leicht zu (Vorjahr: + 7,9%), um im 2. Quartal dieses Jahres um 6,2% (Vorjahr: + 19,9%) abzunehmen. Die Entwicklung der industriellen Neu- und Erweiterungsbauten nach Zahl und Raumvolumen weist ebenfalls in Richtung einer Abschwächung des Investitionsbooms.

Am Arbeitsmarkt sind noch keine Zeichen einer Entspannung erkennbar. Der akute Mangel an Arbeitskräften hat sich bisher nicht spürbar vermindert. Allerdings ging die Zahl der gemeldeten offenen Stellen in den letzten Monaten im Vergleich zu den Vorjahresziffern sukzessive etwas zurück, doch lassen sich daraus keine triftigen Schlüsse auf einen Wandel der Arbeitsmarktverhältnisse ziehen. Nach wie vor sind Klagen über ungenügende Personalbestände und gegenseitige Abwerbungen zu registrieren.

Die Lohnsteigerung hat sich im laufenden Jahr weiter beschleunigt. In der ersten Jahreshälfte nahmen die Lohnsätze in der Industrie und im Baugewerbe um 6,1% zu, gegenüber 4,5% im ersten Semester 1970 und 8% im ganzen Jahr 1970, bzw. 4,1% im ganzen Jahr 1969. Der Index der Lohnsätze in der Industrie lag Ende Juni um 9,9% über dem Vorjahresstand. Die effektiven Verdienste dürften noch erheblich stärker zugenommen haben als die Lohnsätze. Die letzten Erhebungen des BIGA im Oktober 1970 ergaben, dass die Steigerung der effektiven Verdienste die Zunahme der Lohnsätze um etwas mehr als 3% überstieg. Dieser sog. «wage drift» dürfte sich seither kaum vermindert haben.

Der Preisauftrieb nahm in den vergangenen Monaten ein höchst bedenkliches Ausmaß an. Der Index der Konsumentenpreise verzeichnete vom März an ununterbrochen eine Teuerungsrate von jeweils bis gegen 7%. Im Juli betrug die Teuerungsrate 6,7% gegenüber dem Vorjahresmonat. Unser Land lag damit unter den elf führenden Industrieländern hinsichtlich Zunahme

der Lebenshaltungskosten an dritter Stelle hinter Großbritannien und den Niederlanden. Die Preiserhöhungen entfielen in erster Linie auf die Bereiche Heizung und Beleuchtung (19,9%), bedingt vor allem durch die massive Heraufsetzung der Erdölpreise, auf Mieten (8,5%), wo vor allem die Baukostenteuerung bei Neuwohnungen ins Gewicht fiel, sowie auf Nahrungsmittel (6,2%) und Bekleidung (5,6%). Es ist bereits erwähnt worden, daß die starke Kosten- und Preissteigerung in den kommenden Monaten noch weitere erhebliche Anpassungen bei Löhnen und Preisen, namentlich im Bereiche der öffentlichen Dienstleistungs- und Versorgungsbetriebe, nach sich ziehen wird.

Bei den Großhandelspreisen war seit Ende letzten Jahres ein geringerer Anstieg zu verzeichnen. Er bewegte sich im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresmonat um 2% herum. Im Juli 1971 betrug die Teuerungsrate 2,2%. Der verlangsamte Preisauftrieb ist ausschließlich der Entwicklung der Preise für Importwaren zuzuschreiben, bei denen seit November des letzten Jahres im Vergleich mit dem jeweiligen Vorjahresstand ein kontinuierlicher Preisrückgang festzustellen ist. Die Großhandelspreise von Inlandwaren wiesen demgegenüber eine stets steigende Teuerungsrate auf.

#### **Zur Lage am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt**

Die Entwicklung am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt stand im laufenden Jahr ganz unter dem Einfluß eines anhaltenden Mittelzuströmes aus dem Ausland. Bereits im vergangenen Jahr hatte mit dem fortschreitenden Schwinden des zwischen den internationalen Märkten und der Schweiz bestehenden Zinsgefälles eine Tendenz zu Repatriierungen von Geldern eingesetzt, die der hohen Zinssätze wegen vorübergehend im Ausland angelegt waren. Diese Entwicklung dauerte in den ersten Monaten des Jahres fort. Sie hatte eine allmähliche Verflüssigung des Geld- und Kapitalmarktes zur Folge.

Die Mittelzuflüsse schlugen sich zunächst in einer Zunahme der Frankenguthaben bei den Banken nieder. Repatriierte oder auch neuzugeflossene Gelder erhöhten ferner das inländische Kreditangebot und entlasteten damit den Kreditspielraum, der den Banken im Rahmen der Kreditzuwachsbeschränkung zur Verfügung stand. Diese Maßnahme büßte damit zusehends an Bremswirkung ein. Dazu begann in letzter Zeit auch die Tatsache beizutragen, daß der Zeitpunkt, an dem diese Regelung abläuft, immer näher rückt und dies in den Dispositionen der Kreditinstitute bereits Berücksichtigung findet. Zu Dollarzuflüssen an die Nationalbank und damit zur Ausweitung der Notenbankgeldmenge kam es erst im April sowie in großem Ausmaße Anfang Mai, als im Gefolge von Diskussionen in der Bundesrepublik über eine mögliche Wechselkursfreigabe eine massive Währungsspekulation auf die D-Mark einsetzte, die mit der Zeit auch den Schweizerfranken erfaßte. Nachdem in Deutschland

der Devisenmarkt unter dem Ansturm der Dollarzuflüsse Anfang Mai geschlossen werden mußte, sah sich die Schweiz angesichts der einsetzenden Dollarflut ebenfalls gezwungen, ihre Dollarkäufe am Markt einzustellen. In den drei Monaten, die der Aufwertung des Frankens vom 9. Mai um 7,07% folgten, floss ein bedeutender Teil der Devisen, welche die Nationalbank vor der Aufwertung hatte übernehmen müssen, sukzessive wieder ab. Im weiteren konnte das Noteninstitut Dollars auf dem Wege einer Swapoperation mit den Banken ins Ausland zurückleiten, so daß diese Spekulationswelle keine übermäßige Verflüssigung der Geld- und Kreditversorgung zurückließ.

Die wachsende Währungsunruhe, die Anfang August einsetzte, führte indessen neuerdings zu Dollarzuflüssen an die Notenbank. Diese erreichten innerhalb von knapp zwei Wochen, bis die vom amerikanischen Präsidenten angekündigten Währungsmaßnahmen die Nationalbank erneut zur Einstellung ihrer Dollarkäufe zwangen, ein bedeutendes Ausmaß. Auf Grund einer Verständigung mit den Großbanken wurde der größere Teil der aus den Dollarkonversionen anfallenden Frankenguthaben der Banken vorübergehend sterilisiert. In der Zwischenzeit konnte eine bereits in Vorbereitung befindliche Zusatzvereinbarung mit den Banken abgeschlossen werden, welche der Notenbank die Möglichkeit einräumt, für die Dauer von drei Monaten den Nettozuwachs der ausländischen Verbindlichkeiten der Banken bis zu 100% mit unverzinslichen Mindestguthaben zu belasten sowie auf dem Zuwachs der auf Schweizerfranken lautenden ausländischen Guthaben bei den Banken ein Verzinsungsverbot zu erlassen. Diese Vereinbarung wurde mit Zustimmung der Banken auf den 16. August 1971 in Kraft gesetzt. Banken mit Auslandsverbindlichkeiten in der Höhe von mindestens 20 Mio. Franken werden danach auf dem seit dem 31. Juli 1971 eingetretenen Nettozuwachs ihrer ausländischen Verbindlichkeiten bei der Nationalbank Mindestguthaben gleichen Umfangs auf einem besonderen Konto einzuzahlen haben. Die Mindestguthabenberechnung erfolgt monatlich auf Grund von Meldungen der Banken, die jeweils bis zum 25. des folgenden Monats eingereicht werden. Die ersten Mindestguthabeneinzahlungen sind daher auf den 25. September 1971 zu erwarten. Die an der Sterilisierungsaktion beteiligten Banken erklärten sich bereit, den stillgelegten Gegenwert ihrer Dollarkonversionen bis zu diesem Zeitpunkt auf den gesperrten Sterilisierungskonten zu belasten.

Die Verflüssigungstendenz am schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt blieb nicht ohne Einfluß auf die Zinsentwicklung. Die Anpassung der mittelfristigen Sätze nach oben, welche bisher der vorausgegangenen Erhöhung des allgemeinen Niveaus mit starker Verzögerung immer noch gefolgt war, dürfte abgeschlossen sein. Bei den Kassenobligationen sind Ermäßigungen der Zinssätze angekündigt worden. Die Rendite der Bundes- wie der kantonalen Obligationen ermäßigte sich sukzessive, wenn auch nur in kleinen Schritten, während bei den kurzfristigen Geldmarktsätzen ein sehr deutlicher Rückgang festzustellen ist.

Die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank, bei denen es sich im wesentlichen um Guthaben der Banken handelt, die sich während der ersten drei Monate um 3,5 bis 4 Mrd. Franken herum bewegt hatten, stiegen Ende März vorübergehend auf rund 6 Mrd. Franken, indem sich die Banken zur Ultimofinanzierung rund 2 Mrd. Franken durch Dollar-Swaps und 650 Mio. Franken durch Beanspruchung des Notenbankkredits beschafften. Nachdem das Noteninstitut bereits in der ersten Aprilhälfte zur Stützung des Marktkurses Dollars im Betrage von 1,7 Mrd. Franken definitiv hatte übernehmen müssen, die Giroguthaben sich aber in der Folge bis Ende April wieder auf 4,7 Mrd. Franken vermindert hatten, erfolgte im Zusammenhang mit den Dollarzuflüssen während der Währungskrise von Anfang Mai eine Zunahme der Giroguthaben auf etwas über 8 Mrd. Franken. Im Gefolge einer Abschöpfungsoperation in Form eines Währungs-Swaps mit den Banken und Dollarverkäufen an den Markt verminderten sich die Giroguthaben von der zweiten Maihälfte an bis Ende Juli sukzessive auf rund 3,9 Mrd. Franken. Sie lagen zu diesem Zeitpunkt nur noch wenig über dem entsprechenden Vorjahresstand. Zur Überbrückung des Halbjahresresultimos beschafften sich die Banken vorübergehend 2,5 Mrd. Franken durch Dollar-Swaps und rund 370 Mio. Franken durch Beanspruchung des Notenbankkredits. Die Dollarzuflüsse in der ersten Augusthälfte ließen die Giroguthaben von 3,9 Mrd. Franken Ende Juli auf rund 13 Mrd. Franken ansteigen. Davon wurden etwas über 5 Mrd. Franken auf Grund der erwähnten Vereinbarung mit den Banken bis auf weiteres sterilisiert. Ende August erreichten die Giroguthaben 7,2 Mrd. Franken, während 5,2 Mrd. Franken auf separatem Konto sterilisiert waren.

Die Bilanzen der Banken dehnten sich im 1. Quartal 1971 um 5,8% (Vorjahr 4,1%) und im 2. Quartal um 2,6% (Vorjahr 2,2%) aus. Ihr Wachstum erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr wieder leicht. Dagegen schwächte sich die Expansion der Kredite, die in den Vorjahren besonders ausgeprägt gewesen war, stark ab. Auf der Passivseite trug insbesondere der Zufluß langfristiger Gelder, der sich stark verbesserte – ein deutliches Zeichen der entspannten Marktversorgung – sowie die kräftige Zunahme der Sichteinlagen der Kunden maßgeblich zur anhaltenden Ausweitung der Bilanzen bei. Auf der Aktivseite fiel vor allem der Zuwachs der Wertschriftenbestände ins Gewicht. Die Abnahme der von einem Teil der Banken nunmehr separat ausgewiesenen Treuhandkonten dürfte die Repatriierung von Auslandsanlagen durch Nichtbanken widerspiegeln, während die Entwicklung der Bankendebitoren und -kreditoren auf Verschiebungen in der Art der Auslandsanlagen hinweist.

Die im Inland verwendeten Kredite nahmen während der ersten sieben Monate mit 2 168 Mio. Franken etwas weniger zu als in der gleichen Zeit des Vorjahres. Ende Juli erreichte der Kreditzuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat 6,3%. Er bewegte sich damit innerhalb der vorgesehenen Limiten. Die Ausnützungsquote der Plafonds betrug 98%.

Dank der bedeutenden Mittelzuflüsse aus dem Ausland bewies der Kapitalmarkt im laufenden Jahr eine außer-

ordentliche Aufnahmefähigkeit. Neuemissionen konnten fast durchwegs mit Leichtigkeit untergebracht werden. Vielfach wurden sie stark überzeichnet.

Insgesamt erreichte die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes in der Zeit von Januar bis August 1971 4 208 Mio. Franken. Dieser Betrag ist etwas mehr als doppelt so groß wie jener in der gleichen Periode des Vorjahres (2 053 Mio. Franken) und der größte, der bisher in einem solchen Zeitraum am schweizerischen Markt je plazierte wurde. Die Nettobeanspruchung (Neuemissionen abzüglich Rückzahlungen) durch inländische Obligationenanleihen belief sich auf 2 523 Mio. Franken (Vorjahr 1 502 Mio. Franken), durch ausländische Anleihen auf 896 Mio. Franken (207 Mio. Franken) und durch schweizerische Aktienemissionen auf 788 Mio. Franken (345 Mio. Franken). Die Nationalbank war bestrebt, durch eine großzügige Bewilligungspraxis gegenüber Kapitalexporten den Verflüssigungseffekt der bedeutenden Repa-

trierungen und Mittelzuflüsse zu vermindern und den Wiederabfluß solcher Gelder zu begünstigen. Ab Juli 1971 wurden die Beträge für große, öffentlich aufgelegte ausländische Anleihsmissionen im Einvernehmen mit den Banken von 60 Mio. auf 80 Mio. Franken erhöht. Eine ausgesprochen liberale Haltung wurde bei der Genehmigung mittelfristiger Schuldverschreibungen des Auslandes eingenommen, welche die Banken unter der Hand bei ihren in- und ausländischen Kunden plazieren. Die Emission solcher Papiere, die offensichtlich einem großen Anlagebedürfnis entgegenkam, erreichte während der ersten sieben Monate des Jahres den Betrag von 3,7 Mrd. Franken. Nach der Aufhebung der Dollarkonvertibilität wurde die Genehmigung von Kapitalexportgeschäften allgemein von der Bedingung abhängig gemacht, daß der Kreditnehmer den Emissionserlös unverzüglich nach seiner Auszahlung in ausländische Währung konvertiert.

## 2. Teil

### I.

1. In der letzten ordentlichen Sitzung des Bankrates wurde noch eingehend über das Pro und Kontra der kurz vorher vollzogenen Aufwertung des Frankens diskutiert.

2. Heute stehen wir schon in einem allgemeinen Zerfallsprozeß der bisherigen Währungsparitäten. Praktisch sind in fast allen Industrieländern die Wechselkursrelationen in irgend einer Form in Bewegung geraten. Unsere Aufwertung gegenüber dem Dollar hat sich unter dem Einfluß der Marktkräfte nicht unwesentlich erhöht.

Das Währungssystem beruhte schon seit Jahren hauptsächlich noch auf einem bloßen «Tun des als ob der Dollar noch wirklich unbeschränkt in Gold konvertibel» wäre. Diese Arbeitshypothese erschien hilfreich, weil man sich vor dem fürchtete, was nachher kommen könnte.

3. Die amerikanische Regierung hat nun dieser Arbeitshypothese durch die formelle Aufhebung der Konvertibilität des Dollars in Gold oder andere Reservemedien den Boden entzogen.

Dadurch allein wäre wohl das Wechselkursgebäude noch kaum im heutigen Ausmaß ins Schwanken gekommen. Dies bewerkstelligten erst die Ziele, die amerikanischerseits mit dieser Änderung unmittelbar und mittelbar verfolgt werden, nämlich die sofortige Unterstützung der Stimulierung der amerikanischen Wirtschaft und die Erreichung des Zahlungsbilanzausgleichs bis Ende 1972, die Importschmälerungen, Exportverbesserungen und die Entlastung von äußeren militärischen und politischen Ausgaben im Umfange von insgesamt 13 Milliarden Dollar voraussetzt.

4. Diese Ziele sollen erreicht werden

- a) durch eine sofortige temporäre Verstärkung des Importschutzes in Form einer «Surcharge»,
- b) durch eine Neuverteilung der Lasten zum Schutze der freien Welt und der Entwicklung der wirtschaftlich zurückgebliebenen Länder,
- c) zur Hauptsache aber durch Veränderungen in der internationalen Währungsordnung:
  - aa) Der Dollar soll auf indirektem Wege, das heißt durch die Aufwertung zahlreicher anderer Währungen abgewertet werden.
  - bb) Der Dollar soll als Reservemedium sukzessive durch die «besonderen Ziehungsrechte» auf den Währungsfonds ersetzt werden.
  - cc) Nach erfolgter Neuordnung der Wechselkursrelationen sollen inskünftige Wechselkursänderungen in kleinen, aber häufigeren Schritten erleichtert werden.

5. Ob sich die amerikanischen Ziele in so kurzer Zeit durch die vorgesehenen Mittel erreichen lassen, erscheint reichlich ungewiß.

6. Ungewiß ist auch die Wirkung auf die Weltwirtschaft und insbesondere auf Europa. Es ist fraglich, ob in einer bereits rezessiven Einflüssen ausgesetzten internationalen Wirtschaft sich in so kurzer Zeit derart große Veränderungen ohne wesentliche Störungen, die die Zielsetzung selbst gefährden, durchführen lassen.

7. Der amerikanische Wunsch, die aus dem Gleichgewicht gekommenen Wechselkursverhältnisse zu ändern, ist verständlich. Solche Änderungen waren schon längst fällig.

Die Maßnahmen, die seit 1970 zur Wiederankurbelung der amerikanischen Wirtschaft ergriffen worden sind, haben mangels Vertrauen in die Zukunft nicht die gewünschten Erfolge gezeitigt. Durch eine Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit in Form protektionistischer und wechselkurspolitischer Maßnahmen, verbunden mit zusätzlichen fiskalischen Stimulierungen, soll der Vertrauensmangel, der oft als Verunsicherung bezeichnet wird, überwunden werden. Ob allerdings die Art des amerikanischen Vorgehens nicht einem Export dieser Verunsicherung nach Europa gleichkommt, wird erst die Zukunft zeigen.

Außenpolitisch hat die zunehmende Schwäche des Dollars zweifellos dem Ansehen der USA geschadet. Wie sehr das Prestige eines Landes vom Prestige seiner Währung abhängt, hat die Geschichte wiederholt gezeigt.

Aber auch rein währungspolitisch war die Lage prekär geworden. Die zunehmende Abneigung vieler Länder, weiterhin unbeschränkt Dollars entgegenzunehmen, brachte dies deutlich zum Ausdruck.

Die neue Weichenstellung der Amerikaner ist offenbar durch die Weigerung der Japaner, den Yen aufzuwerten, sowie durch das als Dollarabwehr aufgelegene deutsche Floaten und die Diskussion innerhalb der EWG über gemeinsame Abwehrmaßnahmen gegenüber Dollarzuflüssen gefördert worden. Daß schließlich auch noch ein Kongreß-Unterausschuß die Abwertung des Dollars empfahl und damit eine Flucht aus dem Dollar auslöste, dürfte das Maß vollends zum Überlaufen gebracht haben.

### II.

1. Bevor wir auf einige Probleme der neuen Währungslage eingehen, dürfte es von Interesse sein, an die Entwicklung der Währungslage in der Schweiz von der Aufwertung bis zum 13. August zu erinnern.

2. Nach der schweizerischen Aufwertung kam die Frankenspekulation prompt zum Stillstand. Recht bald begann sich auch der Devisenbestand der Notenbank in befriedi-

gender Weise durch Geldabflüsse ins Ausland zu vermindern. Dementsprechend hielt sich auch der Dollarkurs während einiger Zeit über der neuen Parität.

3. Allerdings bahnten sich Entwicklungen an, die uns wenig behagten. Sie waren aber mehr durch Änderungen im Ausland als durch die Aufwertung des Frankens bedingt. Zwei wichtige Alternativen zum Dollar, die D-Mark und der holländische Gulden, traten nach dem Beginn ihres Flottierens in den Hintergrund. Vor dem Flottieren übten die beiden Währungen zwar nicht wegen eines größeren Ansehens, wohl aber wegen der mit ihnen verbundenen höheren Verzinsung eine stärkere Anziehungskraft auf die Geldgeber aus als der Franken. Nach dem Flottieren der beiden Währungen trat der Franken als Alternative zum Dollar stärker in den Vordergrund. In wachsendem Umfang wurden Forderungen, die früher auf Dollars lauteten, auf Franken umgestellt. Für die Schuldner erschien das Eingehen von Frankenverpflichtungen vorteilhaft, einerseits wegen der relativ tiefen Zinssätze und andererseits wegen der nach der Aufwertung erwarteten längeren Periode der Stabilität. Aber auch für den Gläubiger war der Franken trotz niedrigerer Verzinsung und Aufwertung interessant, da er im festen Paritätensystem verankert blieb.

Die Umstellungen der Forderungsverhältnisse von Dollars auf Franken hatten vorerst lediglich einen Kursversicherungscharakter und fanden keinen Niederschlag in den Devisenreserven der Nationalbank. Der Gläubiger lieferte Dollars und der Schuldner empfing Dollars, nur das Schuld- beziehungsweise Forderungsverhältnis wurde in Schweizerfranken fixiert. Wir waren uns aber darüber im klaren, daß dadurch die Zahl der Schuldner im Wachsen war, die bei neuen Währungsunruhen zur Vermeidung von Kursverlusten mindestens vorübergehend Franken gegen den Verkauf von Dollars an die Nationalbank erwerben würden.

Ein gewisser Indikator für die zunehmende Umstellung von Dollar- auf Frankenforderungen bildete die Zunahme der Emission mittelfristiger, auf Franken lautender «Notes» ausländischer Schuldner. Das vor der Aufwertung bescheidene Volumen der von Schweizer Banken monatlich plazierten mittelfristigen Notes stieg nach der Aufwertung auf gegen 1,5 Milliarden Franken.

4. Von Mitte Mai bis anfangs August blieb der Devisenmarkt von einer spektakulären Hektik verschont, obwohl die undurchsichtige Dollarabstoßungspolitik der Bundesbank ein Element der Unruhe darstellte.

Vom 4. August an rollten zwei Dollarwellen auf uns zu. Die erste dauerte zwei Tage. Sie wurde ausgelöst durch französische Maßnahmen zum Schutze einer auf den Franc hinzielenden Aufwertungsspekulation. Daß solche Maßnahmen zu Dollarzuflüssen in einer ganzen Reihe von Ländern führten, zeigte allerdings, wie labil die Situation geworden war. Am gesuchtesten war der Schweizerfranken. Während der beiden kritischen Tage erhielten wir 415 Millionen Dollar.

In diesem Zusammenhang ist eine Nebenbemerkung angebracht: Nachdem selbst der eine ausgesprochene Abwertungstradition aufweisende Franc von einer Aufwertungsspekulation heimgesucht worden ist, sollte man endlich aufhören zu behaupten, eine Tradition der Wechselkursstabilität schütze vor einer Aufwertungsspekulation. Bei einer Flucht aus der Leitwährung werden wohl alle als stärker geltenden Währungen zu Zufluchtswährungen.

5. Es machte den Anschein, als ob sich die von Frankreich ausgegangene Beunruhigung rasch legen werde. Die erwähnte Abwertungsempfehlung eines Kongreß-Unterausschusses machte diese Hoffnung illusorisch.

Fast alle Industrieländer mußten nunmehr den Dollar durch Interventionskäufe stützen. In fünf Werktagen erhielt allein die Schweizerische Nationalbank weitere 1730 Millionen Dollar.

Die Deutsche Bundesbank war dank dem Floaten weit zurückhaltender. Dafür stieg der Aufwertungssatz der D-Mark gegenüber dem Dollar auf über 10%.

Sie werden sich nachträglich wohl fragen, warum die Nationalbank während dieser Fluchtwelle den Interventionskurs bei 4.06 hielt und nicht auf 4.01 sinken ließ.

Anlässlich der Aufwertung wurde sowohl vom Bundesrat als auch von uns die Auffassung vertreten, daß eine in der Spätphase der Hochkonjunktur vorgenommene Aufwertung verstärkte Rezessionsrisiken in sich schließe. Der neue Dollarkurs sei daher durch Verengung der Schwankungsbreite auf  $\pm 0,6\%$  in absehbarer Zukunft nicht wesentlich unter 5% fallen zu lassen. Eine enge Bandbreite wurde überdies als eine Voraussetzung für den baldigen Abfluß der übermäßigen Liquidität betrachtet. Seit der Aufwertung waren im Ausland die Rezessionsanzeichen noch deutlicher geworden. Es erschien daher nicht angezeigt, wegen einer Spekulationswelle die Kurspolitik zu ändern.

Eine Senkung des unteren Interventionspunktes hätte zudem die Dollarflucht in den Franken wohl mehr stimuliert als vermindert, das heißt wäre kaum im Stande gewesen, ihre Funktion der Spekulantenabschreckung zu erfüllen.

### III.

1. In der Nacht vom 15. auf den 16. August erhielten wir vom Federal Reserve Board die Mitteilung, daß die Konvertibilität des Dollars in Gold oder in irgend welche andere Reservemedien mit sofortiger Wirkung aufgehoben und der Import mit einer «Surcharge» belastet werde.

Gleichzeitig drückten die Amerikaner den Wunsch aus, uns die Ziele der Maßnahmen im persönlichen Gespräch zu erklären.

2. Die Zusammenkunft fand statt, nachdem die Amerikaner mit den Engländern und Deutschen sowie mit dem französischen Vorsitzenden des Währungskomitees der EWG und dem italienischen Vorsitzenden der Deputies des Zehnerklubs konferiert hatten.

3. Die Amerikaner bestätigten, daß sie mit ihren Maßnahmen beabsichtigen, sowohl ihre Wirtschaft anzukurbeln, als auch eine Neugestaltung der Währungsordnung herbeizuführen. Im Gegensatz zu dem, was sich offenbar in London abspielte, wurden an uns keinerlei Forderungen gestellt. Die Amerikaner haben uns auch bei anderer Gelegenheit zu verstehen gegeben, daß sie unsere Aufwertung als konstruktiv und vorausschauend bewerten.

4. Die Ankurbelung der amerikanischen Wirtschaft solle vorerst durch einen Importschutz gegen billigere ausländische Produkte verstärkt werden, wobei die Importe aus Japan im Vordergrund ständen. Da der japanische Export zu 38% nach den USA gehe, werde denn auch dieses Land am meisten betroffen. Man sei bereit, die «Surcharge» fallenzulassen, wenn sich ein Ausgleich der amerikanischen Zahlungsbilanz abzeichne.

5. Weitaus am wichtigsten sei die Erreichung einer Revision des internationalen Währungssystems. Es gelte, durch eine Neufestsetzung der Wechselkursrelationen die wegen der Überbewertung des Dollars verminderte amerikanische Konkurrenzfähigkeit zu verstärken. Dies sei auch eine Voraussetzung der Gesundung der Währungsverhältnisse.

a) Die formelle Aufhebung der Konvertibilität des Dollars in Gold oder andere Reservemedien sollte ihn für Reservezwecke weniger attraktiv machen und damit die Geneigtheit zur Aufwertung der Währungen, die im Vergleich zum Dollar unterbewertet seien, fördern. Die Summe der Aufwertungen müsse zusammen mit einer Veränderung des «burden sharing» und handelspolitischen Erleichterungen groß genug sein, um die amerikanische Konkurrenzfähigkeit so zu verbessern, daß ein Zahlungsbilanzausgleich oder zeitweise sogar ein Zahlungsbilanzüberschuß möglich werde. Auch in diesem Zusammenhang wurde Japan als Land bezeichnet, von dem besonders große Konzessionen erwartet würden.

b) Der Bedarf der Welt an Währungsreserven sei inskünftig in zunehmendem Maße durch Special Drawing Rights zu decken. Dagegen komme eine Goldpreiserhöhung nicht in Frage.

Die Verwendung des Dollars als hauptsächlichste Reservewährung habe die USA in der Vergangenheit zur währungspolitischen Immobilität verurteilt. In diesem Sektor müßten die USA eine ähnliche Mobilität zurückgewinnen, wie sie andere Länder besäßen.

c) Ein weiteres Ziel sei die Änderung der Statuten des Internationalen Währungsfonds im Sinne der Erweiterung der Bandbreite, innerhalb der die Devisenkurse von der Parität abweichen könnten. Den Amerikanern schwebte eine solche von  $\pm 3\%$  statt bisher  $\pm 1\%$

vor. Dies sollte wohl nach erfolgter Neuordnung der Wechselkurse mit der Zeit allfällig wieder erforderliche neue Kursanpassungen in kleinen, aber häufigeren Schritten erleichtern, wobei das Verharren der Wechselkurse an den extremen Punkten der größeren Bandbreite zum Indikator für notwendige Änderungen werden könnte.

#### IV.

1. Die amerikanischen Ziele sind so weit gesteckt, und der den Amerikanern vorschwebende Weg ist für die übrigen Länder so mühevoll und komplex, daß die gegenwärtige Unstabilität längere Zeit anhalten dürfte. Dies erhöht das Risiko, daß die ohnehin in Europa schon vorhandenen Rezessionstendenzen sich verstärken, vielleicht aber auch die Bereitschaft, trotz aller Schwierigkeiten rascher zu einer Einigung zu kommen.

2. Praktisch sind inzwischen die Währungen aller Industrieländer in irgendeiner Weise ins Floaten geraten.

a) Die Bundesrepublik Deutschland, Kanada und die Niederlande setzen ihr bereits früher begonnenes Floaten fort.

b) Die meisten übrigen Industrieländer haben unter Beibehaltung der bisherigen Parität und der Bandbreitenbeschränkung nach oben die Bandbreite nach unten ohne Grenzangabe geöffnet, das heißt den Weg zum De-facto-Floaten freigegeben.

Diese Länder haben sich nicht darüber ausgesprochen, ob und inwieweit sie das Floaten ihrer Währung gegenüber dem Dollar durch Notenbankinterventionen beeinflussen werden.

Dies wohl deshalb, weil ihre eigene Wechselkurspolitik von der ebenfalls noch unbestimmten Politik anderer Länder mitbeeinflusst wird und weil sie der Spekulation keine Orientierungsdaten geben möchten.

c) Frankreich hat den Devisenmarkt in einen Waren- und einen Finanzdevisenmarkt aufgespalten, wobei für den ersteren die bisherigen Kurse aufrechterhalten bleiben und der zweite den Marktkräften überlassen wird.

Belgien hat selbst nach dem Übergang zur Konvertibilität die Zweiteilung des Marktes nie ganz aufgegeben. Sie wurde inzwischen wieder verstärkt. Belgien sah sich aber bald veranlaßt, die Begrenzung der Bandbreite nach unten auch für den kurrenten Verkehr aufzuheben, das heißt den Weg für das Flottieren auch des Kurrentdollars zu öffnen. Diese Flexibilität gestattet Belgien, eine größere Divergenz zwischen den Kursen der beiden Märkte zu vermeiden und eine Brücke zu den flottierenden Niederlanden durch Bildung eines Währungsblocks zu schlagen.

d) Die Schweiz hat sich vorderhand offiziell auf kein System festgelegt. Da sie nicht Mitglied des Währungsfonds ist, war sie auch nicht genötigt, eine De-



klaration abzugeben. Gegenwärtig enthält sich aber die Nationalbank im Einvernehmen mit dem Bundesrat direkter Interventionen auf dem Devisenmarkt. Doch wird versucht, durch Beengung des Spielraumes für spekulative Kapitalbewegungen und durch Maßnahmen zur Förderung des Kapitalabflusses den Marktkurs in der Nähe des offiziellen untersten Interventionskurses zu halten.

## V.

1. Die variabel gewordenen Wechselkurse dürften im Hinblick auf den erreichten Integrationsstand der Weltwirtschaft auf die Dauer wenig befriedigen. Sie vermögen unter den heutigen Verhältnissen auch allzuleicht rezessive Desintegrationsentwicklungen auszulösen.

2. Die von amerikanischer Seite zum Ausdruck gebrachte Hoffnung, daß ein vorübergehendes Floaten den baldigen Übergang zu einem neuen System von durch die Marktkräfte wohlausgewogenen festen Wechselkursrelationen erleichtern werde, könnte sich als Illusion erweisen.

3. Nach dem vielfach durch Erfahrungen erhärteten Greshamschen Gesetz vertreibt das schlechte Geld das gute Geld aus dem Verkehr. Demgemäß muß man mit der Tendenz rechnen, daß vom Dollar in die als stärker geltenden Währungen geflüchtet wird, und diese Währungen statt des Dollars als Reserven gehortet werden. Dies kann den Kurs der Hortungswährungen in eine Höhe treiben, die das Einspielen von «echten Gleichgewichtskursen» verunmöglicht und die Konkurrenzfähigkeit der betreffenden Länder übermäßig schwächt.

Zur Vermeidung dieses Risikos werden sich die gefährdeten Länder veranlaßt sehen, kurz- und mittelfristige Geldzuflüsse immer mehr zu beschränken und sich unter Umständen in den Restriktionen gegenseitig zu überbieten suchen. Diese Entwicklung ist bereits im Gange.

Wer bei diesem Wettrennen auf der Strecke bleibt, wird die nachteiligsten Folgen für seinen Wechselkurs zu tragen haben oder entsprechend mehr Dollars übernehmen müssen. Welche Einflüsse von diesem wachsenden Restriktionismus auf die Wirtschaft ausgehen werden, ist noch unübersehbar. Auf die Weltwirtschaft werden sie keinesfalls stimulierend wirken.

4. Nicht zu vergessen ist auch, daß der Spielraum für ein individuelles Aufwärtsfloaten der einzelnen Staaten gegenüber dem Dollar eng begrenzt ist. Ein auf ein Land begrenztes Fallenlassen des Dollarkurses bedeutet nicht nur eine Verminderung seiner Konkurrenzfähigkeit gegenüber den USA, sondern auch gegenüber allen andern Ländern, die das Fallenlassen nicht oder nur in geringerem Maße zulassen. Nur auf dem Wege einer multilateralen quantitativen und zeitlichen Koordinierung könnte ein größerer Spielraum für Kursverschiebungen geschaf-

fen werden. Einer raschen Lösung dieser Art dürften sich aber beträchtliche Schwierigkeiten entgegenstellen.

5. Es ist daher anzunehmen, daß viele Länder das Floaten durch Notenbankinterventionen im Sinne der Stützung des Dollarkurses steuern werden. Die Steuerung wird um so leichter fallen, je weniger das betreffende Land bei der Stützung des Dollarkurses mit störenden Kapitalzuflüssen rechnen muß. Auch in diesem Falle ist der sich dabei herauskristallisierende Kurs nicht das Resultat von auf ein echtes Gleichgewicht hindeutenden Marktkräften.

6. Die Notenbankinterventionen könnten um so häufiger werden, je stärker sich rezessive Tendenzen abzeichnen, die ja gerade durch die Währungsunsicherheit gefördert werden. Die so zustandekommenden Kurse sind wiederum keine echten Marktkurse, sondern enthalten kurz- oder mittelfristige konjunkturpolitische Weichenstellungen.

Bei wachsenden Rezessionsgefahren erhöht sich das Risiko, daß die einzelnen Länder versucht sein werden, durch Hochhaltung des Dollarkurses sich gegenseitig die Rezessionsrisiken zuzuschieben.

7. Schließlich werden auch die amerikanische «Surcharge» und die übrigen protektionistischen Maßnahmen der USA viele Länder veranlassen, ihrer Wirtschaft durch künstliche Hochhaltung des Dollarkurses die Überwindung dieser Schranken zu erleichtern. Die Existenz der «Surcharge» ist ein Hindernis für das Einspielen echter Marktkurse.

8. Nur eine multilaterale Verständigung über eine gleichzeitige, wenn auch differenzierte Aufwertung gegenüber dem Dollar, in Verbindung mit der Beseitigung der «Surcharge», vermögen den Weg zu Lösungen zu öffnen, die zu einer baldigen Sanierung der Währungsverhältnisse führen.

9. Gelingt dies nicht, so würden wahrscheinlich die De-facto-Aufwertungen gegenüber dem Dollar in den meisten Ländern zu gering bleiben.

Es wäre dann zu befürchten, daß die Amerikaner nicht nur keine Konzessionen bezüglich des Abbaues der «Surcharge» und der übrigen protektionistischen Maßnahmen machen, sondern ihre Maßnahmen gegen die Einfuhr noch verstärken.

10. Dies aber könnte die übrigen Länder schließlich doch noch zu handelspolitischen Retorsionsmaßnahmen veranlassen.

Eine solche Entwicklung sollte vermieden werden. Die Sanierung der amerikanischen Zahlungsbilanz ist ein vorrangiges Problem. Fortschritte in dieser Richtung sind für die Wiederherstellung geordneter Währungsverhältnisse notwendig. Aber auch hier kann das Bessere der Feind des Guten sein. Es besteht die Gefahr, daß zu-

viel auf einmal verlangt wird, was eine baldige Einigung erschweren könnte. Je länger aber der Zustand der Unsicherheit anhält, um so schwieriger könnte eine Lösung wegen wachsender Rezessionstendenzen und der damit auch wachsenden Neigung zu Retorsionsmaßnahmen werden.

Es ist nicht ausgeschlossen, daß unter dem Druck dieser Gefahren sich der europäische währungspolitische Zusammenschluß rascher vollziehen wird.

11. Es wird gegenwärtig von den EWG-Ländern die Frage geprüft, ob nicht in Europa eine Zone der Stabilität geschaffen werden könnte. Einem solchen Versuch wäre Erfolg zu wünschen. Doch stehen ihm beträchtliche Hindernisse entgegen, solange der Dollar nicht saniert ist. Der Fall Benelux ist kein repräsentatives Beispiel, weil normalerweise der Zahlungsverkehr zwischen den beiden Ländern fast ausgeglichen ist.

Für europäische Länder, die in ihrer Zahlungsbilanz gegenüber Europa einen Passivsaldo und gegenüber Übersee einen Aktivsaldo aufweisen wie die Schweiz, wäre die Teilnahme an einem solchen System mit großen Schwierigkeiten verbunden. Der Saldoausgleich innerhalb Europas kann nicht durch eine beliebig große Anhäufung von Kreditaufnahmen beglichen werden. Ein Ausgleich in Gold, der einseitig zu Lasten einzelner Länder ginge, wäre auch nicht gerade eine anziehende Perspektive. Auch ein Saldoausgleich durch einen schwankenden Dollar, der in den meisten Ländern den Hauptteil der Währungsreserven darstellt, würde beträchtliche Probleme stellen.

Es dürfte in absehbarer Zeit deutlich werden, ob in dieser Hinsicht Lösungschancen bestehen. Wir haben die Zusicherung, daß uns die EWG auf dem laufenden halten und mit uns relativ frühzeitig Kontakt aufnehmen wird.

## VI.

### Zur schweizerischen Lage

1. Bei rationalem Verhalten der Kapitaldisponenten sollte sich die Schweiz nur in der Randzone der Länder befinden, deren Wechselkurs gegenüber dem Dollar durch spekulative Kapitalzuflüsse stärker als bisher in die Höhe gedrückt würde.

Dies deshalb, weil sie durch ihre kürzliche Aufwertung bereits einen substantiellen Beitrag zur Normalisierung ihres Wechselkurses gegenüber dem Dollar erbracht hat.

2. Ausgehend von der Annahme, daß die USA nicht direkt abwerten würden, hat der Internationale Währungsfonds in einer kürzlichen Studie die Aufwertungen errechnet, die von den Ländern des Zehnerklubs gemacht werden müßten, um den USA den Zahlungsbilanzaus-

gleich zu ermöglichen. Als Basis dienten die am 31. Mai 1970 gültigen Paritäten. Die Schweiz figuriert in der Aufstellung mit 10,7%. Für das am niedrigsten eingestufte europäische Mitglied werden 7,2% genannt. Durch die Aufwertung von 7,14% und die im Vergleich zu andern Ländern um 0,8% größere Bandbreite hat die Schweiz bereits rund 8% vorgeleistet. Es verblieben somit nur noch 2,7%, die zu einem wesentlichen Teil durch das schon erfolgte Sinken des Marktkurses des Dollars in der Schweiz bereits ausgefüllt sind.

Wenn sich die Kapitaldisponenten nach dieser Studie verhielten, würden sie sich ausschließlich andern Ländern des Zehnerklubs zuwenden, denn nirgends ist die Differenz zwischen den gegenwärtigen Marktkursen und dem vom Internationalen Währungsfonds inoffiziell errechneten Aufwertungssoll so gering wie im Falle der Schweiz.

3. Da vorderhand auch die Bilanz der laufenden Zahlungen (Ertragsbilanz) ungefähr ausgeglichen sein dürfte, sollte auch von dieser Seite her normalerweise kein zusätzlicher Druck auf den Dollarkurs in der Schweiz erwartet werden müssen.

4. Da aber nicht alle Kapitaldisponenten rational überlegen und der Franken traditionell über eine beträchtliche Anziehungskraft verfügt, ist auf die erwähnten Fakten kein Verlaß. Dies um so weniger, als die Studie des Währungsfonds vorderhand nicht überall in den Details bekannt ist. Vor allem aber dürfen die Gefahren nicht unterschätzt werden, die sich daraus ergeben, daß den Kapitalbewegungen in einer wachsenden Anzahl von Ländern immer mehr Hindernisse in den Weg gelegt werden.

5. Die bisherigen Erfahrungen haben denn auch gezeigt, daß wir von Geldzuflüssen, die bei uns auf den Dollarkurs drücken, nicht verschont sind.

6. In erfreulich harmonischer Zusammenarbeit mit den Banken konnten Maßnahmen ergriffen werden, die spekulativen Zuflüssen entgegenwirken.

Durch ein Zusatzabkommen zum Rahmenvertrag zwischen Nationalbank und Banken vom 1. September 1969 haben sich die Banken mit mehr als 20 Millionen Franken ausländischen Geldern ab 16. August verpflichtet:

- a) Für den vollen Betrag des ab 31. Juli 1971 festgestellten Nettowachses an Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern zinslose Mindestreserven bei der Nationalbank zu unterhalten.
- b) Für Frankenverbindlichkeiten gegenüber Ausländern, die eine Laufzeit von weniger als sechs Monaten aufweisen, keine Zinsen zu vergüten, es sei denn, es sei vor dem 16. August (Tag des Inkrafttretens der Vereinbarung) eine Zinsverpflichtung für eine bestimmte Zeit eingegangen worden. Für solche Gelder tritt das Verzinsungsverbot auf den frühest möglichen Ablauf der festen Verzinsungsverpflichtung in Kraft.

Ab 23. August ist das Verzinsungsverbot verschärft worden. Ihm unterstehen nun auch Auslandsgelder mit einer Laufzeit von über sechs Monaten.

Zudem ist die kurze Liste der Ausnahmen vom Verzinsungsverbot noch weiter reduziert worden.

Gleichzeitig hat die Nationalbank die Banken dahingehend informiert, daß jeder bewilligungspflichtige Kapitalexport (mit Ausnahme von Exportfinanzierungskrediten) mit der Auflage verknüpft werde, daß der Frankenbetrag unverzüglich in Devisen umgewandelt werde.

Ferner haben kürzlich die im Devisenmarkt führend tätigen Banken mit der Zustimmung der Nationalbank beschlossen, sofern der Dollarkurs auf Fr.3.96 fällt, täglich pro Bankkunde nur noch 2 Millionen Dollar zur Umwandlung in sofort verfügbare Franken entgegenzunehmen. Fällt der Dollarkurs auf Fr.3.95 oder darunter, so vermindert sich die tägliche Dollarübernahme für Bankkunden auf 1 Million Dollar. Frankenkonversionen, die diese Beträge überschreiten, werden nur vorgenommen, wenn sich der Kunde zu einer dreimonatigen zinslosen Blockierung bereit erklärt.

Bei diesen Restriktionen wird darauf geachtet, daß die Abwicklung der normalen Zahlungen im laufenden Verkehr nicht verunmöglicht wird.

7. Nicht zuletzt dank diesen Maßnahmen konnte der Dollarkurs – abgesehen von den inzwischen aufgehobenen Erleichterungen für den Tourismus – ohne Notenbankinterventionen in der Nähe des offiziellen untersten Interventionskurses von 4.01 gehalten werden.

Die mit den Exportziffern gewogene durchschnittliche Aufwertung im Verhältnis zu den wichtigsten Währungen gegenüber dem vor dem 10. Mai gültigen untersten Interventionspunkt hat sich, verglichen mit der Zeit vor dem 16. August, verstärkt. Sie stieg von 4-4½% auf 5½-6%. Am 8. September betrug sie 5,46%. Sie liegt aber noch im Rahmen des ursprünglich beabsichtigten.

8. Wie lange diese Verhältnisse andauern, hängt nicht zuletzt auch von den Entwicklungen im Ausland ab. Es ist auch ungewiß, ob mit freiwilligen Vereinbarungen oder bei loser Zusammenarbeit mit einem beschränkten

Bankenkreis die Abwehrrdisziplin gegen Geldzuflüsse genügend lange aufrechterhalten werden kann. Es ist fraglich, ob sich für allfällig noch notwendig werdende weitere Maßnahmen der Weg der freiwilligen Vereinbarung beschreiten läßt. Insbesondere können Maßnahmen, die den Banken die Verzinsung von auf Franken lautenden ausländischen Guthaben verbieten oder die gar die Erhebung von Negativzinsen vorschreiben, durch direkte Ausleihungen ausländischer Gläubiger an Nichtbanken oder durch besonders unerwünschte Investitionen in inländischen Werten, wie zum Beispiel im Liegenschaftsmarkt, umgangen werden.

Es erscheint deshalb angezeigt, die gesetzlichen Grundlagen dafür zu schaffen, daß Vereinbarungen mit einer Mehrheit von Banken allgemeinverbindlich erklärt werden können. Ferner sollte der gesetzliche Weg für Maßnahmen geöffnet werden, die sich nicht auf dem Wege von Vereinbarungen verwirklichen lassen oder die auch Kreise außerhalb des Bankgewerbes erfassen.

Das bestehende Recht gibt aber nicht einmal auf Verfassungsebene eine ausreichende Basis, um die bisherigen Maßnahmen allgemeinverbindlich zu erklären. Die Grundlage zum Handeln in einer kritischen Situation muß also durch einen dringlichen extrakonstitutionellen Bundesbeschluß erst geschaffen werden.

Der Bundesrat beabsichtigt, dies in allernächster Zeit dem Parlament zu beantragen.

9. Diesen Ausführungen dürften Sie entnehmen, daß die Nationalbank – die in diesen Belangen in engem Kontakt mit dem Bundesrat steht – die Kursentwicklung vor allem durch die Beeinflussung des Kapitalverkehrs unter Kontrolle zu halten versucht.

Wir möchten aber nicht ausschließen, daß zur gegebenen Zeit, wenn die Landesinteressen dies erfordern, die Kursgestaltung auch durch direkte Marktinterventionen beeinflußt wird.

10. Es wäre für uns besonders wertvoll, wenn die Bankratsmitglieder, die Unternehmungen vorstehen, die von der gegenwärtigen Währungsunsicherheit besonders betroffen sind, sich zu den sich stellenden Problemen und auch zu der von uns befolgten Politik äußern würden.