

An der Sitzung des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank vom 11. Dezember 1970 hat Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums, folgenden Bericht erstattet<sup>1)</sup>:

## 1. Teil

### Die weltwirtschaftlichen Entwicklungstendenzen

Während der vergangenen Monate hat sich das Wirtschaftswachstum in den westlichen Industriestaaten weiter verlangsamt. Die Zuwachsrate des realen Brutto-sozialproduktes dürfte im laufenden Jahr in den der OECD angehörenden Ländern insgesamt knapp 3% erreichen, verglichen mit 5% im Jahre 1969.

Der Aussagewert dieser Zahlen wird allerdings dadurch eingeschränkt, daß die einzelnen Länder eine keineswegs einheitliche Entwicklung aufweisen. In den Vereinigten Staaten ist die für die zweite Jahreshälfte erwartete Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivität weitgehend ausgeblieben. Zum Teil ist dies einem ausgedehnten Streik in der Automobilindustrie zuzuschreiben, der während mehreren Wochen die Produktion beeinträchtigte. Das reale Brutto-sozialprodukt verzeichnete auch im dritten Quartal nur einen minimalen Zuwachs, so daß es nach der Abschwächung im ersten Semester für das Jahr 1970 insgesamt praktisch keine Zunahme aufweisen dürfte. Die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor bedeutend. Die Auslastung der Produktionskapazitäten ist zurückgegangen und hat den tiefsten Stand seit 1961 erreicht. Ähnlich liegen die Verhältnisse auch in Kanada und Großbritannien. Auch in diesen beiden Ländern ist der Wirtschaftsapparat nicht voll beschäftigt und die Zahl der Arbeitslosen hoch. In Großbritannien hat die Arbeitslosigkeit den höchsten Stand der Nachkriegszeit erreicht. Die Wachstumsraten sind in beiden Ländern zwar etwas höher als in den Vereinigten Staaten, mit etwa 2 1/2% bzw. 1 1/2% jedoch ebenfalls gering.

Auf dem europäischen Kontinent überwogen in der Berichtsperiode weiterhin die Symptome einer konjunkturellen Überhitzung. In den vergangenen Monaten hat sich zwar das Wirtschaftswachstum ebenfalls verlangsamt, doch ist dies insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland sowie in einigen der kleineren Industriestaaten primär dem Mangel an Arbeitskräften und der Erschöpfung der verfügbaren Kapazitätsreserven zuzuschreiben. Ähnlich liegen die Verhältnisse auch in Japan. In Italien wirkten sich die soziale Unrast und die häufigen Arbeitsniederlegungen ungünstig auf das Produktionsergebnis aus. In letzter Zeit beginnt sich nun allerdings auch auf dem europäischen Kontinent wie in Japan eine gewisse Abschwächung der Nachfrageexpansion abzuzeichnen.

Der internationale Preisauftrieb hat in den letzten Monaten zwar etwas an Hektik eingebüßt, ist aber im allgemeinen nach wie vor ungewohnt stark. In den Vereinigten Staaten hat sich die Hausse der Lebenshaltungskosten verlangsamt. Sie ging von über 6% zeitweise auf gegen 4% zurück, zeigte allerdings in letzter Zeit wieder eine Neigung zu leichtem Wiederanstieg. Es ist noch ungewiß, ob die Teuerungsrate auf ein wesentlich tieferes Niveau zurückfallen wird, bevor die Bemühungen der Administration, die Wirtschaftstätigkeit wieder zu beleben, Erfolg zeitigen. In einzelnen größeren Ländern, wie namentlich in Kanada, Japan und Frankreich, scheint sich das Ausmaß der Preissteigerung ebenfalls allmählich etwas zu verringern. Dagegen bekommen offenbar verschiedene kleinere Länder in Europa erst jetzt die volle Wucht des internationalen Preisauftriebes zu spüren. Dies gilt insbesondere für die skandinavischen Länder mit Ausnahme Finnlands. Die Regierungen Dänemarks, Norwegens und Schwedens sahen sich veranlaßt, einen Preisstopp zu verfügen. Insgesamt dürfte die Preissteigerung im OECD-Raum, gemessen am Preisindex, mit dem das Brutto-sozialprodukt bewertet wird, für das Jahr 1970 einen Satz von etwa 5,5% erreichen.

Bedenklich ist, daß die Kostensteigerung auch in jenen Ländern, wo die Nachfrageexpansion nunmehr abzuklingen scheint, von der Lohnseite her weiter in Gang gehalten wird. Die Lohnhausse dauert, von der Wirtschafts- und Beschäftigungslage kaum beeinflusst, vorerst in praktisch allen Ländern von einiger wirtschaftlicher Bedeutung unvermindert an. Die sektoralen Lohnerhöhungen, die während der letzten Monate auch in Ländern mit beträchtlicher Arbeitslosigkeit zustande gekommen sind, haben neue Rekorde erreicht. Sie übersteigen mit Sätzen von in der Regel weit über 10% durchwegs den durchschnittlichen Produktivitätszuwachs des betreffenden Landes erheblich und veranlassen die noch zurückgebliebenen Sektoren, nachzuziehen. Die Inflation hat damit nicht nur neue Dimensionen, sondern vor allem auch einen anderen Charakter erhalten. Die Tatsache, daß in einem Land, das, wie Großbritannien, die höchste Arbeitslosenquote der Nachkriegszeit aufweist, Lohnerhöhungen von 15% bis 20% zustande kommen, zeigt eindrücklich, daß das Wirtschaftsgeschehen beträchtlich von den traditionellen Vorstellungen über den Einfluß des Beschäftigungsgrades auf die Lohnentwicklung abweicht. Dementsprechend vermögen auch die herkömmlichen Mittel der Konjunkturpolitik, die im wesentlichen auf eine Beeinflussung der Gesamtnachfrage gerichtet sind, die Inflationstendenzen nicht mehr mit der erwarteten Wirksamkeit in Schranken zu halten.

In einer bemerkenswerten Analyse hat das Sekretariat der OECD auf diese Zusammenhänge aufmerksam gemacht. Der Bericht, der kürzlich veröffentlicht worden ist, weist insbesondere darauf hin, daß die Tragweite des in Gang befindlichen weltweiten Inflationsprozesses und

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

die ihm innewohnende Tendenz zur Selbstverstärkung wie auch die daraus resultierenden Konsequenzen für das wirtschaftliche, soziale und politische Gleichgewicht bisher unterschätzt worden seien. Das Sekretariat zieht daraus den Schluß, daß der Eindämmung der Lohn- und Preisinflation unter den heutigen Verhältnissen unbedingte Priorität eingeräumt werden muß. Dies aber ist, so wird weiter dargelegt, nur möglich, wenn die einzelnen Länder ihre Anstrengungen zur Erreichung dieses Zieles koordinieren und wenn die verantwortlichen Behörden alle ihnen zur Verfügung stehenden Mittel der Wirtschaftspolitik hiezu einsetzen. Der Bericht der OECD mit seinem eindringlichen Appell, in erster Linie nun der Inflation Einhalt zu gebieten, hat um so mehr Aufsehen erregt, als diese Institution bisher stets der Erhaltung eines möglichst hohen Wirtschaftswachstums Vorrang gewährt hatte.

Die Weltwirtschaft befindet sich zur Zeit, wie aus den vorstehenden Ausführungen hervorgeht, in einer Phase des Überganges, in der sich kontraktive und expansive Entwicklungstendenzen kreuzen. Das Fortdauern der Lohnkosteninflation führt einerseits zu weiteren Preissteigerungen, soweit die erhöhten Kosten auf die Preise überwältigt werden können. Da sich die Nachfrage nach einzelnen Gütern und Güterkategorien aber unterschiedlich entwickelt, sind die Möglichkeiten einer Kostenüberwälzung recht verschieden. In den weniger begünstigten Unternehmungen schrumpfen die Gewinnmargen zusammen und schwindet die Kraft zur Selbstfinanzierung. Solche Tendenzen sind bereits in sehr ausgeprägtem Maße in den Vereinigten Staaten und zum Teil auch in der Bundesrepublik Deutschland festzustellen. Die Folge dieser Entwicklung ist, daß sich viele Unternehmungen in zunehmendem Maße Liquiditätsproblemen gegenübersehen und sich verschulden müssen, um ihre Investitionspläne verwirklichen zu können. Da bei sinkenden Gewinnmargen die Neigung und oft auch die Möglichkeit, sich zu verschulden, abnimmt, dürfte dies dazu führen, daß bestehende Vorhaben zurückgestellt oder aufgegeben werden und die Investitionstätigkeit zurückgeht. Die Lohnerhöhungen bewirken, soweit sie nicht durch einen Beschäftigungsrückgang kompensiert werden, andererseits aber auch eine Steigerung der Einkommen und der Konsumausgaben und haben in dieser Hinsicht einen expansiven Effekt. Dies würde darauf hindeuten, daß in nächster Zukunft in einigen wichtigen Industrieländern rückläufige Investitionen der privaten Wirtschaft zunehmenden Konsumaufwendungen, insbesondere auch für konsumtive Investitionen wie Wohnbauten, gegenüberstünden. Letzteres aber dürfte von steigenden Ausgaben der öffentlichen Hand für die Anpassung und Erweiterung der Infrastruktur begleitet sein. Da sich derartige Nachfrageverschiebungen auf die einzelnen Sektoren und Unternehmungen unterschiedlich auswirken, ist mit einer stark differenzierten Entwicklung zu rechnen. Dies dürfte allgemein zu vorsichtigeren Disponierungen veranlassen, so daß wohl mit einer Verflachung der Nachfrageexpansion zu rechnen sein wird. Die Erfahrungen zeigen, daß bei einer sich nur zögernd einstellenden Abschwächung der Gesamtnachfrage die Kostensteigerung und in zahlreichen Teilbe-

reichen auch der Preisauftrieb noch während längerer Zeit im Sinne einer «cost push inflation» fort dauern.

Die weitere Entwicklung wird schließlich in hohem Maße von der Wirtschaftspolitik abhängen, welche die verantwortlichen Behörden in den wichtigen Industriestaaten verfolgen und gegenüber Parlamenten und Öffentlichkeit durchzusetzen vermögen. Die Gefahr ist nicht gering, daß neue Auftriebsimpulse ausgelöst werden, bevor die Kosteninflation einigermaßen aufgefangen ist. Es ist daher sehr zu hoffen, daß der Appell des OECD-Sekretariates, das Inflationsproblem entschlossen anzupacken, nicht wirkungslos verhallt.

Zur Wirtschaftslage in den einzelnen Ländern läßt sich ergänzend folgendes feststellen:

In den *Vereinigten Staaten* scheint die Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit ihren Tiefpunkt vorerst um die Jahresmitte erreicht zu haben. Im dritten Quartal dieses Jahres war eine geringfügige Zunahme des realen Brutto-sozialprodukts um 0,4% zu verzeichnen. Zweifellos hat der im September in den Werken des größten Automobilkonzerns ausgebrochene Streik, der auch zahlreiche Zulieferungsindustrien in Mitleidenschaft zog, die noch nicht sehr ausgeprägten Aufschwungstendenzen gedämpft. Diese scheinen bisher aber auch sonst eher schwächer ausgefallen zu sein, als von den offiziellen Stellen erwartet wurde. Die Industrieproduktion war im September und im Oktober deutlich rückläufig. Der Kapazitätsauslastungsgrad in der Industrie ging auf den tiefsten Stand seit 1961 zurück. Die Arbeitslosenziffer stieg im Oktober auf 4,7 Mio oder 5,6%. Eine deutliche Erholung ist bisher einzig im Wohnungsbau festzustellen. Die Konsumausgaben wachsen zwar ebenfalls, doch hat die Ersparnisbildung stärker zugenommen. Die Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaft hat deutlich nachgelassen. Die Gewinnlage der Unternehmungen ist im allgemeinen wenig günstig. Unausgenützte Produktionskapazitäten veranlassen zahlreiche Unternehmen, ihre Investitionen zurückzustellen. Die staatlichen Aufwendungen für soziale Leistungen und zur Sanierung der Umweltsbedingungen sind bedeutend erhöht worden. Es scheint, daß in nächster Zeit auch wieder mit erhöhten Rüstungsausgaben zu rechnen ist. Der Haushalt des Bundesstaates weist ein beträchtliches Defizit auf, das allerdings wesentlich durch den mit dem Beschäftigungsrückgang verbundenen Ausfall an Steuereinnahmen bedingt ist. Selbst bei einem konjunkturellen Aufschwung und erhöhten Steuereingängen ist im kommenden Jahr mit einem bedeutenden Fehlbetrag im öffentlichen Haushalt zu rechnen. Wohnungsbau und privater Konsum dürften in nächster Zeit zusammen mit Aufwendungen des Staates für Sozialleistungen und Sanierung der Umweltsbedingungen die Haupttriebkkräfte einer möglichen Konjunkturerholung bilden. Dagegen wird eine deutliche Belebung der Investitionen in der privaten Wirtschaft wohl noch einige Zeit auf sich warten lassen.

Der Preisauftrieb hat sich in den vergangenen Monaten im allgemeinen verlangsamt. Indessen wies der Konsumentenpreisindex im Oktober mit 4,9% eine höhere

Zuwachsrate auf als im September. Die Lohnsteigerung hat sich in verschiedenen Sektoren in letzter Zeit eher verstärkt. Weitere bedeutende Lohnerhöhungen, so beispielsweise in der Stahlindustrie, sind zu erwarten. Einen positiven Faktor stellt angesichts der Lohnentwicklung die starke Zunahme der Produktivität in der Industrie dar. Die Regierung hat in jüngster Zeit in ihrer Wirtschaftspolitik einen expansiveren Kurs eingeschlagen. Sie beabsichtigt, die Wirtschaft bis Mitte 1972 wieder einem befriedigenden Beschäftigungsgrad entgegenzuführen. Dazu dient in erster Linie die Geld- und Kreditpolitik, die auf eine stetige Ausweitung des Geld- und Kreditvolumens ausgerichtet ist. Die Verhältnisse am Markt für kurzfristige Gelder haben sich bereits deutlich entspannt. Die kurzfristigen Zinssätze sind ganz erheblich zurückgegangen. Die Wirtschaft konsolidiert in großem Umfang kurzfristige Kredite durch Aufnahme langfristigen Kapitals. Die Nachfrage nach langfristigem Kapital ist daher hoch. Die langfristigen Sätze sind denn auch weit weniger zurückgegangen.

In *Großbritannien* zeigte das Produktionsergebnis auch im dritten Quartal keine wesentliche Zunahme gegenüber dem Vorjahr. Entgegen gewissen Erwartungen hat sich insbesondere die Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaft nur unwesentlich erhöht. Die privaten Konsumausgaben haben wohl im Zusammenhang mit den kräftigen Lohnerhöhungen erheblich zugenommen, doch sind die Mehrausgaben zu einem großen Teil von der zunehmenden Teuerung, die etwas über 7% beträgt, aufgezehrt worden. Die Zahl der durch Streiks verlorenen Arbeitstage hat im laufenden Jahr einen neuen Rekord erreicht. In den sich häufenden Arbeitsniederlegungen haben die Gewerkschaften regelmäßig ihre Lohnforderungen weitgehend durchzusetzen vermocht. Die erzielten Lohnerhöhungen erreichten im Durchschnitt rund 15%, in einzelnen Fällen sogar mehr. Da der Zuwachs der Arbeitsproduktivität im Mittel bei 3% liegt, schlagen sich die Lohnerhöhungen zum größten Teil in erhöhten Preisen nieder. Die Arbeitslosenziffer hat anfangs November mit 600 000 oder 2,6% den höchsten Stand der Nachkriegszeit erreicht. Die Regierung hat im Oktober eine annähernd gleiche Kürzung der Staatsausgaben und der Steuereinnahmen angekündigt, um damit ihr Programm, den staatlichen Anteil am Wirtschaftsprozess zu verringern, einzuleiten. Sie hat sodann wiederholt ihre Absicht bekundet, nicht direkt in die Lohnverhandlungen einzugreifen, jedoch den Widerstand der Arbeitgeber gegen übersetzte Lohnforderungen zu unterstützen und selbst mit einer konjunkturgerechten Lohnpolitik ein gutes Beispiel zu geben. Durch eine restriktive Geld- und Kreditpolitik sollen sodann die Finanzierungsmöglichkeiten übermäßiger Lohnerhöhungen beschränkt werden. Bisher hat diese Politik allerdings zu keinen sichtbaren Resultaten geführt. Die Lohnentwicklung bildet derzeit zweifellos die schwächste Stelle in der Wirtschaftsentwicklung Großbritanniens.

Der Nachfrageboom in der *Bundesrepublik Deutschland* scheint seit einiger Zeit an Schwung zu verlieren. Die Abschwächung der Auftriebskräfte beschränkt sich vorerst im wesentlichen auf die Industrie, während in der

Bauwirtschaft und im Dienstleistungsbereich die Expansionsneigung nach wie vor groß ist. Der Auftragseingang in der Industrie hat sich in letzter Zeit deutlich verlangsamt, doch sind die Auftragsbestände in der privaten Wirtschaft insgesamt bisher nicht zurückgegangen. Sie verfügt noch immer über einen bedeutenden Arbeitsvorrat. Der ungewöhnlich starke Lohnkostenanstieg bei gleichzeitig vermindertem Produktivitätszuwachs hat zu einer empfindlichen Komprimierung der Unternehmergewinne geführt, was wiederum einen erheblichen Rückgang der Investitionsvorhaben von Industrie und Gewerbe zur Folge hatte. Die private Konsumnachfrage hingegen wie auch die Nachfrage nach Wohnungen nehmen weiterhin in unvermindertem Tempo zu. Dergleichen weisen die Ausgaben der öffentlichen Hand eine wachsende Tendenz auf. Der Arbeitsmarkt ist zwar nach wie vor ausgetrocknet, doch scheint die Nachfrage der Industrie nach Arbeitskräften nachzulassen. Der Preisauftrieb hält an. Die Zunahme gegenüber dem Vorjahresstand erreichte im September bei den Investitionsgütern 8%, bei den Produzentenpreisen für industrielle Verbrauchsgüter 5% und bei den Lebenshaltungskosten 3,8%. Die Effektivverdienste lagen im dritten Quartal um 15% über dem Vorjahresniveau. Die Lohnkostensteigerung pro Produktionseinheit weist gegenüber dem Vorjahr eine Erhöhung um 11,5% auf. Sie übertrifft damit nach den vorliegenden Unterlagen den Anstieg in allen anderen wichtigen Industrieländern. Die Regierung, die zunächst von jeglicher Einflußnahme auf die Lohnentwicklung im Sinne einer Einkommenspolitik abgesehen und sich auf gewisse fiskalpolitische Maßnahmen, insbesondere aber auf die Geld- und Kreditpolitik der Notenbank verlassen hatte, gab im Oktober sogenannte Orientierungsdaten für Lohnerhöhungen bekannt. Diese sollten sich inskünftig in einem Rahmen von 7 bis 8% halten. Die Lohnerhöhungen in der Metallindustrie, die im Oktober und November vereinbart wurden, liegen erheblich über diesen Ziffern. Weitere Lohnanpassungen stehen insbesondere beim öffentlichen Personal bevor.

In *Frankreich* haben sich die Auftriebskräfte in den vergangenen Monaten deutlich abgeschwächt. Die Konsumnachfrage nahm nur noch mäßig zu. Die Investitionstätigkeit ging zurück, und auch die Exporte, die in der ersten Jahreshälfte ungewöhnlich kräftig expandiert hatten, stiegen weniger an. Entsprechend nahm auch die Zuwachsrate der industriellen Produktion nicht mehr im früheren Ausmaß zu. In einzelnen Zweigen war die Kapazitätsausnutzung unbefriedigend. Zugleich erhöhte sich auch die Zahl der nicht beschäftigten Arbeitskräfte in einem Maße, das von offiziellen Stellen mit einer gewissen Besorgnis registriert worden ist.

Bei den Löhnen und Preisen dauerte der Anstieg in kaum vermindertem Maße fort. Der Konsumentenpreisindex erhöhte sich im Oktober um 5,5%. Angesichts der nachlassenden Auftriebskräfte hat jedoch die Regierung ihren restriktiven Kurs in letzter Zeit deutlich gelockert. Die quantitativen Kreditrestriktionen sind aufgehoben worden, wobei allerdings zugleich die Rediskontkreditkontingente der Banken gekürzt wurden. Der Diskontsatz

wurde im Oktober um  $\frac{1}{2}\%$  auf  $7\%$  gesenkt. Diese Maßnahmen wurden verbunden mit einer Neuordnung der Mindestreserveregelung. Die Mindestreservepflicht der Banken kann nun auch im Verhältnis zu den Aktiven der Kreditinstitute festgesetzt werden. Schließlich hat die Regierung in ihrem Budget für 1971 gewisse Steuererleichterungen vorgesehen.

Die Wirtschaft *Italiens* scheint die anhaltende soziale Unrast und die nicht abreißende Kette von Arbeitsniederlegungen, in der Regel von kräftigen Lohnerhöhungen gefolgt, bisher ohne ernsthafte gesamtwirtschaftliche Störungen überstanden zu haben. Wohl hat die starke Erhöhung der Einkommenssteigerung zu einer erheblichen Ausweitung der Konsumnachfrage geführt, während die private Investitionstätigkeit deutlich nachgelassen hat. Die Wirtschaft vermochte jedoch in den letzten paar Monaten die früheren Produktionsausfälle teilweise wieder wettzumachen, so daß für das ganze Jahr mit einem Zuwachs der Industrieproduktion in der Größenordnung von 5 bis  $6\%$  und des realen Bruttoinlandsprodukts von  $6\frac{1}{2}\%$  gerechnet wird. Der Preisauftrieb hat sich zwar beschleunigt, hält sich jedoch bisher trotz der starken Nachfrage- und Lohnsteigerung im Rahmen der Entwicklung anderer Länder (Anstieg der Detailhandelspreise im September gegenüber dem Vorjahr um  $5\%$ ).

Die Regierung ist bestrebt, die expansiven Kräfte einzudämmen. Ein erstes Programm, welches die Erhöhung zahlreicher Verbrauchssteuern zur Einschränkung des Konsums und Maßnahmen zur Förderung der Spar- und Investitionstätigkeit vorsah, wurde vom Parlament nicht in der vorgesehenen Frist verabschiedet. Die Regierung sah sich daher gezwungen, das Programm in etwas abgeänderter Form dem Parlament erneut zu unterbreiten. Sie stieß damit zwar ebenfalls wieder auf große Schwierigkeiten, doch gelang es ihr, die Zustimmung des Parlamentes zu erhalten. Die Notenbank versucht zwar, die Expansion von der monetären Seite her in Schranken zu halten. Der bedeutende Zugang von Mitteln aus dem Ausland hat indessen in letzter Zeit zu einer merklichen Verflüssigung der italienischen Geld- und Kreditversorgung geführt.

Ausgesprochen angespannt ist die konjunkturelle Lage sowohl in Holland als auch in Dänemark und Schweden. *Holland* verzeichnet einen ungewöhnlich starken Anstieg sowohl des privaten Konsums als auch der Investitionen. Nach der Sommerpause hat eine neue kräftige Lohnwelle eingesetzt. Die Ertragsbilanz ist stark defizitär geworden. Die Steigerung der Konsumentenpreise dürfte 1970  $4,5\%$  erreichen, sich nächstes Jahr aber noch verstärken. Die Regierung beabsichtigt, mit energischen Maßnahmen, wie Steuererhöhungen, Verschiebung staatlicher Investitionsausgaben und Androhung eines Lohnstopps, auf Anfang des Jahres 1971 die Entwicklung wieder unter Kontrolle zu bringen. Die monetäre Politik der Notenbank wird durch massive Zuflüsse ausländischer Gelder stark behindert.

In *Belgien* scheint sich der Auftrieb deutlich verlangsamter zu haben. Die industrielle Produktion wächst langsamer. Die Erhöhung der Löhne übersteigt auch in Belgien  $10\%$ . Die Preissteigerung, gemessen an den Lebenshaltungskosten, beträgt zur Zeit rund  $4\%$ . Im Gegensatz zu Holland ist die Ertragsbilanz dank rückläufigen Zuwachsraten bei den Importen im laufenden Jahr aktiv geworden. Die Notenbank hat die quantitativen Kreditrestriktionen gelockert und den Diskontsatz in Anpassung an die Marktverhältnisse gesenkt.

In *Dänemark* und *Schweden* sahen sich die Behörden angesichts der konjunkturellen Überhitzung, einer überbordenden Lohn- und Preissteigerung sowie der Verschlechterung der Zahlungsbilanz- und Währungslage zu einschneidenden Maßnahmen veranlaßt, die neben beträchtlichen Steuererhöhungen auch einen temporären Preisstopp umfassen.

*Kanada* hat im laufenden Jahr ein geringeres Wachstum seiner Wirtschaft zu verzeichnen. Die Produktionskapazitäten sind trotz einer bemerkenswerten Exportkonjunktur unbefriedigend ausgelastet. Die Arbeitslosenziffer hat innert Jahresfrist um nahezu  $50\%$  zugenommen. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten ist mit der Verminderung der Nachfrage auch der Preisauftrieb stark zurückgegangen. Die Behörden haben angesichts dieser Entwicklung in letzter Zeit ihre Restriktionsmaßnahmen sukzessive gelockert.

In *Japan* hat die Wirtschaft wie bereits in früheren Jahren relativ rasch auf die von Regierung und Notenbank seit ungefähr einem Jahr eingeschlagene Konjunkturdämpfungspolitik reagiert. Einzelne Industriezweige, wie die Stahl-, Automobil- und Elektroindustrie, vermögen zur Zeit ihre Kapazität anscheinend nicht mehr voll auszunutzen. Die industrielle Produktion ist seit Mitte des Jahres etwas langsamer gestiegen. Die Investitionstätigkeit hat sich deutlich abgeschwächt, während die Dämpfung bei den privaten Konsumausgaben als Folge der starken Lohnhaussse bisher weniger in Erscheinung getreten ist. Die Einfuhr stieg stärker als die Ausfuhr. Ähnlich wie in Kanada haben auch in Japan die Behörden ihre Konjunkturdämpfungspolitik gelockert. Die Kreditzuwachsrate wurden heraufgesetzt und der Diskontsatz wurde gesenkt.

### Zum internationalen Währungsgeschehen

Die internationale Währungslage blieb auch in den vergangenen Monaten ruhig. Das britische Pfund geriet anfangs September vorübergehend etwas unter Druck, erholte sich jedoch rasch wieder.

Die hervorstechendste Entwicklung im internationalen Währungsbereich bildeten in letzter Zeit die anhaltenden Rückzahlungen von Eurodollars durch amerikanische Banken, die von diesen in den vergangenen ein bis zwei

Jahren im Zeichen der in den Vereinigten Staaten eingetretenen intensiven Kreditverknappung hauptsächlich in Form von Termingeldern aufgenommen worden waren. Insgesamt verminderten sich die entsprechenden amerikanischen Eurodollarverbindlichkeiten im laufenden Jahr bis Ende Oktober um nicht weniger als 3,4 Mrd Dollar. Damit sank gleich wie in den Vereinigten Staaten sukzessive das Niveau der kurzfristigen Sätze auch am Euromarkt. Wurden Mitte des vergangenen Jahres für Eurodollars auf drei Monate noch gut 12 % bezahlt, so betrug der entsprechende Satz Ende November 1970 knapp 7 %. Die Sätze sind somit in dieser Zeit auf nahezu die Hälfte zurückgefallen. Wie in der vorangegangenen Phase der Mittelverknappung und Zinssatzsteigerung hat einmal mehr die Entwicklung der Marktverhältnisse in den Vereinigten Staaten über den Euromarkt weitgehend auch die Geldmarktverhältnisse und die kurzfristigen Zinssätze in den anderen Ländern beeinflusst. Dafür zeugt die Reihe von Diskontsatzsenkungen in Kanada und einigen europäischen Ländern, darunter auch in der Bundesrepublik Deutschland, die der Satzreduktion in den Vereinigten Staaten folgte.

Die freigewordenen Mittel sind zum überwiegenden Teil von Westdeutschland absorbiert worden. In einem gewissen Umfange flossen sie auch in die Wirtschaften Hollands, Frankreichs, Italiens und der Schweiz. Gleich wie im vergangenen Jahr die Kapitalbewegungen nach Amerika von einer Verminderung der Devisenreserven verschiedener europäischer Notenbanken begleitet waren, läßt sich während des laufenden Jahres parallel zum Rückfluß der Eurodollars ein Anwachsen der offiziellen Dollarreserven in Europa feststellen. So hatte vor allem die Deutsche Bundesbank während der ersten zehn Monate eine Zunahme ihrer Währungsreserven um nicht weniger als 17 Mrd DM zu verzeichnen.

Die Rückzahlungen von Eurodollarleihen wirken sich auf die Zahlungsbilanz der *Vereinigten Staaten* nicht günstig aus. Sie ziehen vor allem eine Umschichtung der amerikanischen Auslandverschuldung nach sich, die zu einer Belastung der Zahlungsbilanz führt. Gemessen an der Veränderung der offiziellen Reserveposition erreichte das Zahlungsbilanzdefizit während der ersten neun Monate dieses Jahres einen Betrag von 6,5 Mrd Dollar, nachdem im ganzen letzten Jahr, auf dieser Basis ermittelt, ein Aktivsaldo von 2,7 Mrd Dollar verzeichnet worden war. Dabei schloß die Handelsbilanz mit einem Einnahmenüberschuß von 2,5 Mrd Dollar während der ersten drei Quartale wesentlich besser als im Vorjahr (751 Mio Dollar). Nachdem sich die Nachfrage in Europa, Japan und Kanada nunmehr eher abzuschwächen beginnt, dürften einer weiteren substantiellen Besserung der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz Grenzen gesetzt sein. Mit dem Auslaufen der Eurodollar-Rückzahlungen und einer allfälligen Zunahme der Käufe amerikanischer Wertschriften durch das Ausland, sofern sich die amerikanische Börse erholt, dürfte sich andererseits der Fehlbetrag der Kapitalverkehrsbilanz allmählich verringern. Insgesamt scheint jedoch ein Ausgleich der amerikanischen Zahlungsbilanz in absehbarer Zeit nicht in Aussicht zu stehen.

In *Großbritannien* hat sich nach dem Dockerstreik die Handelsbilanz wieder etwas erholt. Sie schloß im September und Oktober mit geringfügigen Einnahmenüberschüssen. Im Durchschnitt der letzten vier Monate war jedoch die Handelsbilanz leicht defizitär. Da der Einnahmenüberschuß im Dienstleistungsverkehr größer als dieses Defizit ist und auch die Kapitalverkehrsbilanz sich günstig entwickelt hat, dürfte die Gesamtzahlungsbilanz im laufenden Jahr noch mit einem Aktivsaldo in der Höhe von 1,5 bis 2 Mrd Dollar schließen. Die explosive Lohnentwicklung in Großbritannien und die von ihr ausgehenden Preissteigerungs- und Importimpulse könnten indessen die Zahlungsbilanzentwicklung bereits in näherer Zukunft nachteilig beeinflussen.

Obschon sich in *Italien* die Handelsbilanz als Folge der starken Importsteigerung erheblich verschlechtert hat, und der Aktivsaldo der Ertragsbilanz gegenüber 1969 auf weniger als die Hälfte zusammenschrumpfte, ist die Gesamtzahlungsbilanz im laufenden Jahr günstiger als 1969. Sie schloß während der ersten neun Monate mit einem Defizit von 160 Mio Dollar, verglichen mit 990 Mio Dollar im gleichen Zeitraum des letzten Jahres. Der Kapitalabfluß, der im vergangenen Jahr und noch zu Beginn dieses Jahres einen außerordentlichen Umfang angenommen hatte, ist seither stark zurückgegangen. Ferner hat Italien, allen voran die staatlichen Unternehmen, in diesem Jahr zum Ausgleich der Zahlungsbilanz in großem Umfange langfristiges Kapital im Ausland aufgenommen. Diese Mittelaufnahmen dürften bisher gegen 1,5 Mrd Dollar erreicht haben.

Die Zahlungsbilanz *Frankreichs* ist im laufenden Jahr wieder aktiv geworden. Die Handels- und Ertragsbilanz wies in den vergangenen Monaten weiterhin leichte Einnahmenüberschüsse auf. Desgleichen ist die Kapitalverkehrsbilanz aktiv. Die französischen Behörden sind bemüht, Zuflüsse kurzfristiger Gelder aus dem Euromarkt nach Möglichkeit von der inländischen Geld- und Kreditversorgung fernzuhalten.

In der *Bundesrepublik Deutschland* hat die Aufwertung bisher im wesentlichen lediglich im Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland die Einnahmenüberschüsse gebremst. Während die Handelsbilanz in den ersten zehn Monaten mit einem praktisch fast gleich hohen Einnahmenüberschuß wie in der entsprechenden Vorjahresperiode schloß, ging der Aktivsaldo der auch die Dienstleistungen einschließenden Ertragsbilanz auf einen Fünftel (rund 800 Mio DM) des Vorjahresergebnisses zurück. Bemerkenswerte Veränderungen sind im Kapitalverkehr der Bundesrepublik mit dem Ausland zu verzeichnen. Im ganzen Jahr 1969 hatte sich ein Nettokapitalexport von rund 19 Mrd DM ergeben. In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres hingegen resultierte ein Nettokapitalimport von 4,6 Mrd DM. War Deutschland im vergangenen Jahr das wichtigste Exportland langfristigen Kapitals (ganzes Jahr 1969 rund 23 Mrd DM netto), so ist die langfristige Kapitalausfuhr im laufenden Jahr rasch und kräftig zurückgegangen. Im dritten Viertel des Jahres machte sie bereits einen Nettoeinfuhr Platz.

Der Umschwung in der Kapitalverkehrsbilanz ist indessen vor allem auf die Transaktionen im kurzfristigen Bereich zurückzuführen. Die starke Ausweitung des Mittelbedarfes bei gleichzeitig restriktiver Geld- und Kreditpolitik der Notenbank veranlaßte die deutsche Wirtschaft, in großem Umfange Gelder kurzfristig im Ausland aufzunehmen. Die Rückzahlungen von zeitlich gebundenen Eurodollars durch amerikanische Banken erleichterten derartige Kreditaufnahmen. In den ersten drei Quartalen 1970 wurden von deutschen Unternehmen kurzfristige ausländische Gelder im Ausmaße von rund 14,5 Mrd DM und von deutschen Banken im Betrage von gegen 4 Mrd DM aufgenommen. Die Gesamtzahlungsbilanz der Bundesrepublik wurde damit einmal mehr stark aktiv (+ 14,3 Mrd DM). In entsprechendem Ausmaße haben sich die deutschen Währungsreserven erhöht. Sie haben den vor der Aufwertung erreichten Rekordstand überschritten. Die Zunahme ist indessen nicht mehr auf spekulativ bedingte Bewegungen zurückzuführen, sondern eine Folge der monetären Politik und des in diesem Zusammenhang entstandenen Zinsgefälles.

Extrem günstig hat sich im laufenden Jahr die Handels- und Ertragsbilanz *Kanadas* entwickelt. Während die Exporte von Januar bis September im Vergleich zum Vorjahr um nahezu 15% zunahm, stieg die Einfuhr um weniger als 2%. Der Handelsbilanzüberschuß erreichte mit 2 Mrd Dollar einen bisher noch nie erreichten Umfang. Die Ertragsbilanz dürfte für 1970 mit einem Einnahmenüberschuß von gegen 1 Mrd Dollar abschließen. Da auch im Kapitalverkehr mit dem Ausland weiterhin ein zeitweise beträchtlicher Aktivsaldo resultierte, ist die kanadische Gesamtzahlungsbilanz stark aktiv geworden. Da aber der Exportboom einer Reihe außerordentlicher Umstände zu verdanken und die Beschäftigungslage unbefriedigend ist, dürfte es für die kanadischen Behörden schwierig sein, sich zu einer baldigen Rückkehr zu festen Wechselkursen zu entschließen.

In *Japan* dürfte die Ertragsbilanz bei allmählich etwas nachlassender Exportkonjunktur einen Einnahmenüberschuß von annähernd gleichem Umfange wie im letzten Jahr erbringen. Andererseits wurde im laufenden Jahr insgesamt mehr Kapital exportiert als importiert. Zum Teil handelt es sich um Exportkredite; zum Teil scheinen im Hinblick auf die Börsenentwicklung japanische Wertpapiere aus ausländischem Besitz verkauft worden zu sein. Insgesamt dürfte daher der Zahlungsbilanzüberschuß Japans im laufenden Jahr niedriger als im letzten Jahr (knapp 1 Mrd Dollar) ausfallen.

Im allgemeinen läßt sich für eine Reihe von Industrieländern im laufenden Jahr eine Tendenz zu besserem Ausgleich der Ertragsbilanz feststellen. Nach wie vor bleiben aber die Ergebnisse der amerikanischen Zahlungsbilanz recht unbefriedigend. Die leichte Besserung der amerikanischen Ertragsbilanz reicht nicht aus, um die übrigen Passivposten der Zahlungsbilanz in dem Maße zu kompensieren, das im Interesse des internationalen Währungssystems notwendig erscheint. Die Situation wird zusätzlich durch die Umkehr der kurzfristigen Kapitalbewegungen belastet, die in den beiden

vorangegangenen Jahren das amerikanische Zahlungsbilanzproblem vorübergehend erleichtert hatten. Diese kurzfristigen Kapitalbewegungen erschweren zugleich die Anstrengungen verschiedener europäischer Länder, die konjunkturelle Überhitzung ihrer Wirtschaften einzudämmen. Sie haben ferner die Tendenz, die offiziellen Dollarreserven einzelner Länder wieder vermehrt ansteigen zu lassen. Dies trägt zusammen mit den Goldverkäufen Südafrikas an den Währungsfonds und einzelne nationale Währungsbehörden zu einer Vermehrung der internationalen Währungsreserven bei, die jenen Betrag erheblich übersteigt, der bei der Festsetzung der Sonderziehungsrechte-Zuteilungen ins Auge gefaßt worden war. Im Hinblick darauf, daß auf Anfang nächsten Jahres eine weitere Zuteilung von Sonderziehungsrechten im Ausmaße von 3 Mrd Dollar erfolgt, während eine entscheidende Besserung der amerikanischen Zahlungsbilanz kaum zu erwarten ist, erscheint es angezeigt, dem Problem der internationalen Liquiditätsversorgung in nächster Zeit vermehrte Aufmerksamkeit zu schenken. Dies dürfte auch deshalb erwünscht sein, weil an der Jahresversammlung von Währungsfonds und Weltbank dem Drängen der Entwicklungsländer stattgegeben wurde, die Frage einer Verknüpfung der Schaffung von Sonderziehungsrechten mit der Entwicklungshilfefinanzierung zu prüfen.

Die Jahresversammlung von Währungsfonds und Weltbank in Kopenhagen hat im übrigen gezeigt, daß das Problem des besseren Zahlungsbilanzausgleichs sich nicht einfach durch erhöhte Wechselkursflexibilität lösen läßt. Der von den Exekutivdirektoren des Währungsfonds zu diesem Problem vorgelegte Bericht dürfte da und dort ernüchternd gewirkt haben, kam er doch zum Schluß, daß weder völlig freie Wechselkurse, noch eine substantielle Erweiterung der Kursschwankungsmargen (über  $\pm 3\%$ ), noch ein automatisches System gleitender Paritätsänderungen («Crawling Peg») zur praktischen Anwendung empfohlen werden kann. Als einzige Möglichkeit, deren Realisierung sich nach Ansicht der Experten weiter zu prüfen lohnt, nennt der Bericht eine geringfügige Erweiterung der bisherigen Margen für Schwankungen der Wechselkurse auf bis zu 2% bis 3% nach beiden Seiten, eine raschere und häufigere Anpassung der Paritäten im Falle auftretender Zahlungsbilanzungleichgewichte und schließlich die Möglichkeit, vorübergehend für kurze Zeit die Wechselkursbildung bis zur Fixierung einer neuen Parität freizugeben. Inzwischen ist die internationale Diskussion über dieses Thema bereits weitgehend verstummt.

In den Vordergrund des Interesses sind statt dessen die Pläne der sechs Länder des Gemeinsamen Marktes gerückt, im Laufe der nächsten zehn Jahre eine Wirtschafts- und Währungsunion herzustellen und die ersten Schritte hierzu bereits im kommenden Jahr einzuleiten. Es ist klar, daß die Verwirklichung eines großen europäischen Raumes mit einheitlicher Währung und vereinheitlichter Währungspolitik zu einer tiefgreifenden Änderung der internationalen Währungsverhältnisse führen müßte. Dies wäre umso mehr der Fall, wenn daran nicht nur die heutigen sechs EWG-Länder, sondern auch jene wei-

teren Länder teilnehmen würden, die sich derzeit um eine Aufnahme in den Gemeinsamen Markt bemühen. Nicht zuletzt dürfte eine solche Entwicklung die Stellung des amerikanischen Dollars im internationalen Währungssystem beeinflussen. Bei den Überlegungen, die im Zusammenhang mit den Bemühungen um die Schaffung einer europäischen Währungsunion angestellt werden, spielt zweifellos die Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz mit ihren Auswirkungen auf das internationale Währungssystem und die nationale Geld- und Kreditpolitik eine Rolle. Es wäre indessen höchst bedauerlich, wenn solche Erwägungen zu einer Verstärkung der sich bereits abzeichnenden Tendenzen zunehmender wirtschaftspolitischer Entfremdung, wie sie in jüngster Zeit etwa im Bereich der Handelspolitik festzustellen sind, führen würden.

### Die Konjunkturentwicklung in der Schweiz

Die Entwicklung einiger Indikatoren scheint darauf hinzudeuten, daß sich in letzter Zeit die von der Nachfrage ausgehenden Auftriebskräfte in unserer Wirtschaft etwas abgeschwächt haben. Die Wachstumsraten des realen Bruttosozialproduktes und der industriellen Produktion sind kleiner, der Exportanstieg ist in den letzten Monaten deutlich flacher geworden, der Auftragseingang in der Industrie hat sich etwas verlangsamt und die Wohnbaubewilligungen und begutachteten Fabrikbauvorhaben haben abgenommen. Demgegenüber ist jedoch die Anspannung am Arbeitsmarkt stärker denn je. Die Zahl der Arbeitsplätze, die wegen Personalmangels nicht besetzt werden können, hat ein ungewöhnliches Ausmaß erreicht und die Tendenz zur Abwerbung von Arbeitskräften verstärkt.

Daraus geht deutlich hervor, daß, gemessen am Arbeitskräftepotential unserer Wirtschaft, gesamthaft betrachtet nach wie vor ein beträchtlicher Nachfrageüberhang besteht. Wenn das Wachstum der Produktionsleistungen und auch der Lieferungen an das Ausland nachgelassen hat, so ist dies weit mehr dem Mangel an Arbeitskräften und der Überbeanspruchung der vorhandenen Produktionskapazitäten als einem Rückgang der Nachfrage zuzuschreiben. Soweit Zeichen für eine Verflachung der Nachfrageexpansion vorliegen, haben sie sich auf die wirtschaftliche Aktivität in unserem Lande noch kaum spürbar ausgewirkt. Sollte die Abschwächung der Nachfrageentwicklung andauern, so wird zuerst einmal ein Abbau der aufgelaufenen Auftragsbestände, der Lieferfristen und Wartezeiten sowie eine Normalisierung der Angebots-Nachfrage-Verhältnisse Platz greifen, eine Entwicklung, die im Interesse eines besseren Gleichgewichts in unserer Wirtschaft dringend erwünscht ist.

Leider wird eine Abschwächung der Nachfrageexpansion kaum sehr rasch zu einem Nachlassen des Inflationsdruckes führen. Wohl mag die Preisentwicklung in Teilbereichen relativ rasch auf ein Nachlassen des Nach-

fragedruckes reagieren. Dies wirkt sich jedoch auf den Index der Konsumentenpreise, das für die Lohnentwicklung wichtigste Teuerungsbarometer, erfahrungsgemäß erst mit einer ganz erheblichen Verzögerung von bis zu einem Jahr und mehr aus. Der Anstieg des Index der Konsumentenpreise hat sich bekanntlich erst in der zweiten Hälfte dieses Jahres beschleunigt, nachdem die konjunkturelle Überhitzung schon seit geraumer Zeit im Gange war. Daher dürfte auch eine Abschwächung der Nachfragesteigerung während längerer Zeit in der Entwicklung der Lebenskosten nicht in Erscheinung treten. Dazu kommt, daß die ungewöhnliches Ausmaß annehmende Verknappung am Arbeitsmarkt zusammen mit der Teuerung zu einer Beschleunigung des Lohnkostenauftriebs zu führen scheint, so daß der Preisauftrieb auch in unserem Land von der Kostenseite her noch während einiger Zeit weitergetragen werden dürfte, selbst wenn der Nachfragedruck sich allmählich verringert.

Im Außenhandel hat die Zuwachsrate des Ausfuhrwertes in den vergangenen Monaten sukzessive abgenommen. Sie erreichte im dritten Quartal 8,6%, verglichen mit 15,4% im zweiten und 10,8% im ersten Viertel dieses Jahres. Im Oktober war noch eine Zunahme von 2,8% zu verzeichnen und für die Zeit von Januar bis Oktober 1970 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode eine solche von 11,1% (1969 gleicher Zeitraum 15,2%). Es ist bereits darauf hingewiesen worden, daß diese Verlangsamung der Exportsteigerung vornehmlich den wachsenden Schwierigkeiten der Exportwirtschaft zuzuschreiben ist, die Lieferungen mit den verfügbaren Personalbeständen und Produktionskapazitäten weiter zu erhöhen.

Die internationalen Konjunkturverhältnisse spiegeln sich in der regionalen Zusammensetzung der Warenausfuhr insofern, als die Exporte nach den europäischen Ländern mit anhaltender Hochkonjunktur auch in den vergangenen Monaten die stärkste Zunahme aufwiesen. Eine Ausnahme bildet in dieser Hinsicht Großbritannien, dessen Bezüge aus der Schweiz trotz hoher Arbeitslosigkeit und geringem Wachstum nach wie vor stark zugenommen haben. Der Anteil der europäischen Länder an unserer Warenausfuhr hat sich als Folge dieser Entwicklung weiterhin leicht erhöht, und zwar trifft dies in annähernd gleichem Maße für die Länder der EWG wie für jene der EFTA zu. Der Schwerpunkt der Exportkonjunktur liegt dabei weiterhin bei den Investitionsgütern. Die Exporte der Maschinen- und Apparateindustrie nahmen in den ersten zehn Monaten um 13,2%, jene der chemischen Industrie um 11,2%, der Textil- und Bekleidungsindustrie um 7,9% und der Uhrenindustrie um 7,5% zu.

Der Nachfrageüberhang hat zu einer weiterhin starken Steigerung der Wareneinfuhr geführt; allerdings ist auch hier in letzter Zeit ein deutlicher Rückgang der Zuwachsraten festzustellen. Der Wert der Wareneinfuhr nahm im dritten Quartal um 18,7% zu, gegenüber 28,1% im zweiten und 29,0% im ersten Quartal. Eine Abschwächung der Zuwachsraten im Vergleich zur Vorjahresentwicklung ist

vor allem seit dem August dieses Jahres festzustellen. Im Oktober 1970 betrug die Zunahme des Einfuhrwertes 13,1% gegenüber 18,9% im entsprechenden Vorjahresmonat. In den ersten zehn Monaten des Jahres belief sich die Einfuhrsteigerung verglichen mit der entsprechenden Vorjahresperiode auf 23,9%. Am stärksten haben, entsprechend dem Boom im Investitionssektor, nach wie vor die Bezüge von Investitionsgütern zugenommen, nämlich um 38,5% in den ersten drei Vierteln dieses Jahres, während die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten dem Werte nach um 27,4% anstieg. Neben der Steigerung der Preise dürfte in der Zunahme der zuletzt genannten Exportkategorien ein vermehrter Lageraufbau zum Ausdruck kommen. Die Importe von Konsumgütern nahmen um 18,3% zu. Dabei verzeichneten vor allem dauerhafte Konsumgüter wie Automobile und Artikel des gehobenen Verbrauchs (Kosmetika, Glaswaren usw.) den stärksten Zuwachs.

Als Folge der unterschiedlichen Entwicklung von Exporten und Importen stieg das Handelsbilanzdefizit während der ersten zehn Monate auf 4,9 Mrd Franken an. Im Vergleich zum Vorjahr (2,3 Mrd Franken) hat sich der Fehlbetrag mehr als verdoppelt. Dank dem wachsenden Einnahmenüberschuß im Dienstleistungsverkehr dürfte die Ertragsbilanz im laufenden Jahr ausgeglichen oder mit einem relativ geringen Defizit abschließen.

Im Durchschnitt der ersten neun Monate nahmen die Detailhandelsumsätze um nominell 7,1% und real um 3,9% zu. Es ist dies annähernd die gleiche Zuwachsrates, die in der gleichen Zeit des Vorjahres verzeichnet worden war, obwohl die Tariflöhne wie auch die effektiven Verdienste im laufenden Jahr erheblich stärker angestiegen sind als 1969. Nach vorliegenden Testresultaten des Instituts für Wirtschaftsforschung ist allerdings in nächster Zeit mit einem Übergreifen der Nachfragesteigerung auf den Konsumbereich zu rechnen. Es gilt dies namentlich für dauerhafte Konsumgüter. Auch die Ausgaben für Dienstleistungen, die in den Detailhandelsumsätzen nicht erfaßt werden, steigen nunmehr stärker an.

Die Investitionstätigkeit läuft nach wie vor auf hohen Touren. Die auf einem immer höheren Niveau errechneten prozentualen Zuwachsraten scheinen zwar ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Die Brutto-Inlandinvestitionen nahmen im ersten Quartal 1970 um 24%, im zweiten um 21% und im dritten Quartal um 18% zu, verglichen mit Zuwachsraten von 2%, 9% und 12% in den entsprechenden Quartalen des vergangenen Jahres. Ein Nachlassen des Auftriebs zeichnet sich im Wohnungsbau ab. In den von der Statistik erfaßten 65 Städten war die Zahl der neu erstellten Wohnungen während der ersten neun Monate noch um rund 3% höher als vor Jahresfrist. Es ist allerdings in Rechnung zu stellen, daß diese Statistik nur einen Ausschnitt aus der gesamten Wohnbauproduktion unseres Landes erfaßt und daß eine stärkere Zunahme der Wohnbautätigkeit mangels Arbeitskraftreserven und Baukapazitäten, abgesehen von einzelnen ländlichen Regionen, technisch kaum noch möglich war. Die für die Beurteilung der künftigen Wohnbautätigkeit verfügbaren Indikatoren, nämlich die

Zahl der erteilten Wohnbaubewilligungen wie auch der Umfang der von den Banken gewährten Baukredite, lassen im kommenden Jahr einen Abbau des immer noch bestehenden Nachfrageüberhanges im Wohnungsbau erwarten. Während in den ersten neun Monaten 1970 die Zahl der Wohnbaubewilligungen insgesamt um 7,5% zunahm, ist im dritten Quartal ein Rückgang im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 17,5% zu verzeichnen. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, daß im entsprechenden Zeitraum des vergangenen Jahres im Zeichen des einsetzenden Baubooms eine sehr hohe Zahl von Bewilligungen erteilt worden war, die in keinem vernünftigen Verhältnis zur Baukapazität stand.

Auch bei den industriell-gewerblichen Bauinvestitionen scheint sich eine Verflachung der Expansion abzuzeichnen. Nach einer Zunahme der zur Begutachtung vorgelegten Fabrikbauvorhaben im zweiten Quartal um 20% ist im dritten Quartal gemessen an ihrer Zahl praktisch keine Erhöhung mehr eingetreten (-0,2%), bzw. nach dem Raumvolumen gar eine leichte Abnahme (-6%) zu verzeichnen. Der immer schärfer werdende Mangel an Arbeitskräften und die Unmöglichkeit, freiwerdende oder neu geschaffene Arbeitsplätze zu besetzen, drückt offensichtlich auf die Baufreudigkeit der Unternehmungen. Eine Verminderung des übersetzten Expansionstempos der vergangenen Monate ist im Hinblick auf die angespannte Arbeitsmarktlage dringend erwünscht und letztlich ein wesentliches Ziel der Maßnahmen gegen die Konjunkturüberhitzung.

Nach den provisorischen Schätzungen des Eidgenössischen Statistischen Amtes betrug die Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresstand im ersten Quartal 3,4%, im zweiten 3,7% und im dritten Quartal 3,8%. Das wirtschaftliche Wachstum hat sich somit trotz dem bestehenden Nachfrageüberhang verlangsamt. (Die entsprechenden Zuwachsraten im vergangenen Jahr betragen 4,2%, 5,2% und 6%.) Der gleiche Trend zeigt sich auch bei der industriellen Produktion, wo die Zunahme von 7% im ersten und 8% im zweiten auf 2,3% im dritten Vierteljahr zurückging (drittes Vierteljahr 1969 = 11%). Daraus darf geschlossen werden, daß die wirtschaftliche Expansion in zunehmendem Maße durch die Erschöpfung der verfügbaren Arbeitskräftereserven und Produktionskapazitäten gehemmt wird.

Der Mangel an Arbeitskräften hat in der Tat ein ungewöhnliches Ausmaß erreicht. Von Arbeitgeberseite ist geschätzt worden, daß im Durchschnitt ungefähr zehn Prozent der vorhandenen Arbeitsplätze nicht besetzt sind. Die Klagen über zunehmende Abwerbungen und beschleunigten Stellenwechsel mehren sich. Damit ergeben sich in wachsendem Maße Leerläufe und Friktionen. Die Arbeitsproduktivität wird beeinträchtigt, während gleichzeitig die Lohnkosten beschleunigt ansteigen. Wenn auch die Schweiz bisher dank der besonnenen Haltung der Sozialpartner keine Lohnkostenexplosion erfahren hat, wie sie in zahlreichen anderen Industrienationen zu verzeichnen ist, so wirken sich doch der Nachfragedruck und die erwähnten Begleiterscheinungen

gen auf dem Arbeitsmarkt sowie der beschleunigte Anstieg der Lebenshaltungskosten auch bei uns in einem rasch zunehmenden Lohn- und Lohnkostenanstieg aus. So sind die Lohnsätze in der Industrie und im Baugewerbe im dritten Quartal um durchschnittlich 1,5% angestiegen, verglichen mit 0,6% im entsprechenden Zeitraum des letzten Jahres. Während der ersten neun Monate dieses Jahres belief sich damit die Erhöhung der Lohnsätze auf insgesamt 6%. Dies ist der stärkste Anstieg, der in diesem Zeitraum bisher seit Ende des Zweiten Weltkrieges zu verzeichnen war. Dabei handelt es sich bei diesen Zahlen um die Lohnsätze und nicht um die effektiv bezahlten Löhne, die aus bekannten Gründen erheblich stärker gestiegen sind.

Bei den Preisen steht einer sukzessiven Abschwächung des Auftriebs beim Großhandelspreisindex ein beschleunigter Anstieg des Konsumentenpreisindex gegenüber. Der Großhandelspreisindex hatte mit einem Zuwachs von 5,9% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresstand im März dieses Jahres die stärkste Erhöhung verzeichnet. Seither ist dieser Satz sukzessive zurückgegangen. Er betrug im Oktober 1970 2,9%. Zu dieser Entwicklung trugen fast ausschließlich die Preise der Importwaren bei. Ihr Anstieg hat sich in letzter Zeit erheblich verlangsamt, während bei den Inlandwaren die Entwicklung ziemlich stetig aufwärts gerichtet blieb. Der Index der Konsumentenpreise, der im Februar dieses Jahres mit 2,1% den geringsten Anstieg im Vergleich mit dem entsprechenden Vorjahresmonat seit 1968 verzeichnet hatte, ist in den nachfolgenden Monaten immer rascher in die Höhe geklettert. Im Oktober erreichte die Teuerungsrate bereits 4,9%. Da inzwischen wichtige Preise für Landwirtschaftserzeugnisse (Milch, Milchprodukte und Brot) erhöht worden sind und im November die im Index berücksichtigten Mietpreise neu berechnet werden, ist in den kommenden Monaten mit einem weiteren Ansteigen des Index zu rechnen. Die Konjunkturüberhitzung beginnt sich damit nun erwartungsgemäß mit aller Deutlichkeit in den Lebenshaltungskosten niederzuschlagen.

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

Das Zinsgefälle, das bisher zwischen der Schweiz und den internationalen Geldmärkten, insbesondere dem Eurodollarmarkt, bestanden hatte, ist in den vergangenen Monaten weitgehend verschwunden. Während das internationale Zinsniveau vor allem für kurzfristige Geldmarktanlagen sukzessive zurückging, sind die schweizerischen Sätze für mittelfristige Gelder, d.h. für Spareinlagen, Kassaobligationen sowie für Hypothekendarlehen, die dem jeweiligen Trend stets erst mit beträchtlicher Verzögerung folgen, noch gestiegen. Unter Einrechnung der Kurssicherungskosten, die zeitweise beträchtlich waren, entstand für langfristige Gelder, die in der jüngsten Vergangenheit in bedeutendem Umfang kurzfristig auf dem Euromarkt angelegt worden waren, zeitweise sogar ein gegenläufiges Zinsgefälle zum Euromarkt. Angesichts

dieser Entwicklung ist es insbesondere zu Repatriierungen mittel- und langfristiger Gelder gekommen. Dies hat zweifellos zu einer Entspannung sowohl am Geld- als auch am Kapitalmarkt beigetragen. Der Einfluß auf die inländische Zinsentwicklung beschränkt sich vorderhand auf wenige Sektoren und ist auch dort bisher mäßig geblieben. Der Kapitalmarkt vermochte ein erhöhtes Emissionsvolumen aufzunehmen.

Die Banken erhöhten auf den Septemberultimo hin ihre Giro Guthaben bei der Nationalbank durch definitive Abtretung von Dollarguthaben im Umfange von 773 Mio Franken. Darüber hinaus stockten sie ihre Kassahaltung vorübergehend durch Abschluß von Devisen-Swaps in der Höhe von 1825 Mio Franken und Beanspruchung des Notenbankkredits im Betrage von 349 Mio Franken auf. Während sich die definitive Dollarabtretung vom September für die Deckung ihres Liquiditätsbedarfes auch für Ende Oktober als ausreichend erwies, mußten sie Ende November im Umfang von 316 Mio Franken vorübergehend auf den Kredit der Notenbank zurückgreifen.

Die Bilanzen der Banken haben sich in den vergangenen Monaten in dem etwas verlangsamten Rhythmus weiter ausgedehnt, den sie vom zweiten Quartal an eingeschlagen hatten. Der Zuwachs war im dritten Quartal 1970 mit 3,4 Mrd Franken oder 2,4% fast gleich groß wie im zweiten Quartal (3,1 Mrd Franken), betrug jedoch nur noch etwas mehr als die Hälfte der Zunahme während des entsprechenden Zeitraumes des Vorjahres, als sich die Kreditexpansion noch in vollem Gange befand. Während der ersten neun Monate hat sich die Bilanzsumme der 72 monatlich berichtenden Banken um 12 Mrd ausgeweitet, gegenüber 18 Mrd in der gleichen Periode des vergangenen Jahres.

Während im zweiten Quartal 1970 die verlangsamte Expansion der Bilanzzahlen vornehmlich durch die nachlassende Ausweitung der Inlandkredite bedingt war, dürfte im dritten Viertel dieses Jahres auch der schwächere Zugang ausländischer Gelder von einiger Bedeutung gewesen sein. Der Zuwachs der ausländischen Verbindlichkeiten erreichte nämlich in dieser Periode noch 0,6 Mrd Franken, während im vorangegangenen Quartal ein solcher von 2,7 Mrd Franken zu verzeichnen war. Die Vergleichbarkeit dieser Zahlen wird allerdings dadurch beeinträchtigt, daß in der Verbuchung der sogenannten Euromarkt-Treuhandgeschäfte Änderungen erfolgten, welche den Zuwachs der Verbindlichkeiten im dritten Quartal im Vergleich zu früheren Perioden erheblich kleiner erscheinen lassen. Der Zufluß mittelfristiger Kundengelder in Gestalt von Spareinlagen, Depositenheften und Kassaobligationen seitens inländischer Gläubiger hat sich dagegen in letzter Zeit wieder etwas gebessert. Er erreichte im dritten Quartal rund 600 Mio Franken gegenüber 362 Mio im 2. Quartal 1970 und 445 Mio Franken im 3. Quartal 1969. Die zunehmende Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch die Banken spiegelt sich in der stark erhöhten Zunahme der Obligationengelder, die während der ersten neun Monate dieses Jahres etwas mehr als das Dreifache der entsprechenden Vorjahresperiode erreichte. Bei den übrigen Positionen

fällt insbesondere der im Vergleich zum Vorjahr ganz bedeutend geringere Zuwachs der Kreditoren auf Zeit auf. Abgesehen von Änderungen in der Verbuchungsart dürfte darin der Rückgang der über die Banken getätigten Euromarktanlagen zum Ausdruck kommen.

Der Anstieg der im Inland verwendeten Bankkredite, welcher der Zuwachsbegrenzung unterliegt, hat sich in den letzten Monaten weiter normalisiert. Bei den 72 monatlich berichtenden Banken betrug der Zuwachs im dritten Quartal rund 0,9 Mrd, verglichen mit 1,8 Mrd Franken im zweiten Quartal 1970. Die prozentuale Zunahme gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat erreichte im August und September je rund 8%.

Der Kapitalmarkt war während der letzten Monate aufnahmefähiger. Nach der sichtlichen Entspannung, die im Anschluß an die Sommerpause eingetreten war, machten sich zwar anfangs Oktober vorübergehend etwelche Ermüdungserscheinungen bemerkbar. Dies kam u. a. darin zum Ausdruck, daß Überzeichnungen von Neuemissionen seltener wurden und der Zeichnungserfolg nicht in allen Fällen voll zu befriedigen vermochte. Die Anleger zeigten angesichts des reichlichen Angebots an Titeln eine etwas wählerische Haltung. Der Tendenz zu Renditesenkungen, die von den Repatriierungen ausgegangen war, wirkten die große Zahl der Neuemissionen, die sich zeitweilig überdies in sehr rascher Kadenz folgten, und die Aussicht auf ein sehr umfangreiches Emissionsprogramm für das vierte Quartal in der Höhe von 880 Mio Franken entgegen. Von diesem Programm sind inzwischen allerdings drei Emissionsmeldungen im Betrage von zusammen 100 Mio Franken wieder zurückgezogen worden.

Insgesamt beläuft sich die Nettobeanspruchung des Kapitalmarktes während der ersten zehn Monate dieses Jahres lediglich auf knapp 3 Mrd Franken. Das sind gut eine Viertel-Milliarde Franken weniger als im Vorjahr.

Die Marktbeanspruchung durch inländische Obligationenanleihen nahm jedoch im genannten Zeitraum um 400 Mio Franken zu. Allein im Oktober erreichte die Neubeanspruchung durch inländische Anleihensemissionen 474 Mio Franken. Demgegenüber war die Nettobeanspruchung durch ausländische Anleihen mit insgesamt 237 Mio Franken etwas weniger als halb so groß wie im gleichen Zeitraum des vergangenen Jahres. Auch die schweizerischen Aktienemissionen lagen mit netto 379 Mio Franken lediglich etwas über der Hälfte des Vorjahresbetrages.

Festgehalten zu werden verdient sodann, daß im dritten Quartal das Fondsvermögen der schweizerischen Anlagefonds durch Abgabe von Zertifikaten wieder beträchtlich gestiegen ist und den Rückgang im ersten Semester wieder weitgehend wettmachte.

Während die schweizerischen Geldmarktsätze bei periodischen Schwankungen dem internationalen Trend folgend eine eher fallende Tendenz aufwiesen, zogen, wie bereits erwähnt, die Zinssätze für Spareinlagen, Kassenobligationen und Hypotheken weiter an. Der Durchschnittssatz für Spareinlagen (von 12 Kantonalbanken) stand Ende November auf 4%. Inzwischen sind weitere Satzerhöhungen angekündigt worden. Die durchschnittliche Verzinsung für Kassaobligationen betrug 5,63%, während der mittlere Satz für erste neue Hypotheken des allgemeinen Wohnungsbaus 5,43% erreichte. Auf Jahresbeginn sind von verschiedenen Instituten weitere Hypothekarsatzerhöhungen angezeigt. Es sind dies alles Sparten, wo auch heute noch im Vergleich mit den analogen Sätzen im Ausland die größten Differenzen bestehen. Die durchschnittliche Rendite der Bundesobligationen zeigte in den vergangenen Monaten einen geringfügigen Rückgang von 5,77% Ende August auf derzeit etwas unter 5,7%. Die gleiche Tendenz läßt sich auch bei der Rendite der kantonalen Obligationen feststellen.

## 2. Teil

### I.

Man nimmt überwiegend an, daß die von der Nachfrage ausgehende Inflationsstimulierung wahrscheinlich in den meisten Ländern für diesmal den Höhepunkt überschritten hat. Dies bedeutet aber nicht das Ende des gegenwärtigen Inflationsschubes. Die Erfahrungen der letzten Jahre haben gezeigt, daß der Nachfrageinflation eine Kosteninflation folgt, und sich die letztere um so hartnäckiger fortsetzt, je später mit der Bekämpfung der ersteren begonnen worden ist.

Gerade während der Phase der Kosteninflation nehmen die Lebenskosten und überdies die Opposition gegen antiinflationische Maßnahmen am stärksten zu.

Dies erklärt, warum die OECD gerade jetzt mit seltener Eindringlichkeit zur Fortsetzung und Intensivierung der Inflationsbekämpfung aufruft.

Die sonst ausgesprochen wachstumsorientierte Organisation schreckt auch nicht vor der Empfehlung zurück, im Kampfe gegen die Inflation vorübergehend das für einen Erfolg erforderliche Ausmaß an Unterbeschäftigung der Produktionskapazität in Kauf zu nehmen.

Ein solcher Rat bedeutet keinen Verzicht auf das Streben nach optimalem Wachstum. Er beruht vielmehr auf der Erkenntnis, daß eine anhaltende Inflation den Marktkräften nicht mehr erlaubt, ein solches zu verwirklichen.

Die bisher bekannten Mittel zur direkten Verminderung der Kostenhausselassen sich vorderhand nur schwer durchsetzen. Deshalb müssen die Instrumente, die auf eine Nachfragedämpfung ausgerichtet sind, auch dann noch weiter angewandt werden, wenn der Nachfrageüberhang zwar abgebaut, aber der Kostenauftrieb noch nicht gestoppt ist. Das heißt, daß in hartnäckigen Fällen ein gewisses Ausmaß an Unterbeschäftigung provoziert werden muß, um dem Kostenauftrieb und der Inflationsmentalität sukzessive den Boden zu entziehen.

Da dieser Weg mit Vorsicht beschritten werden muß, erweist er sich oft als lang und mühevoll. Dies macht es verständlich, daß gerade während einer solchen Periode die Widerstände gegen die antiinflationische Politik in einem Ausmaß wachsen, das zur vorzeitigen Aufgabe des Kampfes zwingen kann.

Die Phase der Kosteninflation könnte abgekürzt werden, wenn einerseits die Nachfrageinflation früher und energischer bekämpft würde, und andererseits sich Instrumente einsetzen ließen, die sich zur direkten Dämpfung des Kostenauftriebes eignen.

### II.

Ganz besonders unbefriedigend ist es, feststellen zu müssen, daß sich bei jeder neuen Überhitzung international die Inflationsneigung verstärkt. Wenn man den

Ursachen nachgeht, gelangt man unter anderem zu folgenden Feststellungen:

Die Zielsetzungen, die in weiten Bereichen seit einer Anzahl von Jahren sowohl das Verhalten der Wirtschaft als auch dasjenige des Staates bestimmen, begünstigen die Entfaltung inflatorischer Kräfte.

Dem steht bis heute noch keine entsprechende Stärkung antiinflationischer Kräfte gegenüber. Im Gegenteil, die früher in den Marktmechanismus eingebauten Inflationshemmnisse haben an Wirksamkeit eingebüßt.

Nach den Erfahrungen der dreißiger Jahre galt vorerst die Vollbeschäftigung als wichtigstes Ziel der Wirtschaftspolitik. Seit mehr als einem Jahrzehnt ist sie vom Streben nach möglichst großem volkswirtschaftlichem Wachstum abgelöst worden. Die Perioden konjunktureller Überhitzung folgen sich daher in immer kürzeren Abständen.

Das Wachstumsdenken hat ganz besonders jene Unternehmungen erfaßt, die für die Wirtschaftsdynamik bestimmend sind.

Ihr Handeln wird im Vergleich zu früher weit mehr vom kühnen Wagemut als von der zögernden Vorsicht bestimmt. Es ist auf die Realisierung und Auswertung immer neuer wissenschaftlicher und technischer Fortschritte ausgerichtet. Dies erfordert in vielen Branchen Aufwendungen, die nur bei rasch wachsender Unternehmungs- und Absatzgröße tragbar sind. Wer sich behaupten will, fühlt sich zum Mitmachen gezwungen.

Ein solches Wachstumsstreben kann sich nicht mit der Befriedigung einer «normal» wachsenden Nachfrage begnügen. Die Unternehmungen müssen sich bemühen, den Markt nach ihren eigenen Wachstumszielen zu gestalten. Es werden daher nicht nur in beschleunigtem Rhythmus neue und bessere oder auch nur äußerlich veränderte Produkte angeboten, sondern es wird zugleich mit großem Werbeaufwand ein zusätzliches Bedürfnis nach solchen Produkten geweckt.

Die wachsenden Werbekosten setzen ihrerseits wiederum wachsende Umsätze und Unternehmen voraus.

Unter dem Zwang zur Erreichung immer höherer Absatzziele werden mittel- oder längerfristige Erweiterungspläne konzipiert, die bei ansteigender Konjunktur beschleunigt verwirklicht werden. Dies verstärkt die Neigung zu wirtschaftlichen Überhitzungen.

Mit der wachsenden Größe der Unternehmungen und ihrer Investitionen nimmt in der Regel auch die Selbstfinanzierungskraft zu. Die Investitionsvorhaben vieler Wirtschaftssparten werden daher von den monetären antiinflationischen Konjunkturdämpfungsmaßnahmen bedeutend später gehemmt als früher.

Der Wachstumsoptimismus der Wirtschaft wird durch die Erwartung gestärkt, daß die Regierungen im Falle ernsthafter Rezessionen aus sozialpolitischen Gründen nachfragestimulierend eingreifen müssen.

Das Wecken immer neuer Bedürfnisse vermittelt den Verbrauchern das Gefühl, Wichtiges zu entbehren. Dies um so mehr, als die Fähigkeit zu deren Befriedigung teilweise zum Statussymbol erhoben worden ist. Es verstärkt den Wunsch nach zunehmend steigenden Löhnen.

Dies hilft zudem mit, die Erkenntnis zu verdrängen, daß zwischen Produktivitäts- und Reallohnsteigerung ein enger Zusammenhang besteht.

Auch die Arbeitnehmer fühlen sich gegen die Risiken der Durchsetzung von übersteigerten Lohnbegehren durch die Erwartung rückversichert, daß der Staat bei Gefahr einer stärkeren Rezession beschäftigungsstützend eingreifen werde. Ähnliche Einflüsse dürften wohl auch vom Ausbau der Arbeitslosen- und Sozialversicherung ausgehen.

Der Widerstandswille seitens der Unternehmungen gegenüber Lohnbegehren, die den Produktivitätsfortschritt stark übersteigen, ist geringer geworden, denn im Falle von streikbedingter Nichtbenützung des stark gewachsenen Sachkapitals entstehen große Ertragsausfälle und Einbußen an Absatzwachstum. Außerdem lassen höhere Masseneinkommen weitere erwünschte Umsatzsteigerungen erhoffen, solange Aussicht besteht, die erhöhten Kosten im Zeichen der Nachfrageinflation auf die Preise zu überwälzen.

In diesem Zusammenhang spielt auch die Erfahrung eine große Rolle, daß kräftige Lohnerhöhungen in wichtigen Ländern sehr viel rascher als früher zu ähnlichen Bewegungen in andern Ländern führen. Dies vermindert die Gefahr, daß durch ein Vorpellen in den Lohnkosten Konkurrenzfähigkeit und Beschäftigung nachhaltig vermindert werden.

Nicht zuletzt als Folge des explosiven Wachstums der Wirtschaft im allgemeinen sowie der produktiven und konsumtiven Investitionen im besonderen nehmen sowohl die öffentlichen Aufgaben als auch der Bedarf an öffentlichen Investitionen rascher zu als früher. Die Aufblähung der öffentlichen Nachfrage fällt auch zeitlich immer mehr mit jener der privaten Nachfrage zusammen, was die Überhitzungstendenzen begünstigt.

All dies trägt dazu bei, daß sich die einzelnen Schübe der Nachfrageübersteigerungen rascher folgen, daß sie an Intensität zunehmen und sich die Inflationsneigung verstärkt.

Diese Entwicklung war mit einer bisher ungekannten Steigerung des Wohlstandes verbunden. Es wird oft übersehen, daß wachsende inflatorische Tendenzen das für die Prosperität erforderliche gute Funktionieren der Marktkräfte gefährden können. Es wäre daher verfehlt, die Inflationsbeschleunigung als notwendigen Preis für die Prosperität zu betrachten, denn sie kann diese selbst in Frage stellen. Lenin scheint dies seinerzeit richtig erkannt zu haben, als er darauf hinwies, daß das kapitalistische System am raschesten durch den Zerfall des Geldwertes zerstört werden könne.

### III.

Wie bereits eingangs erwähnt, steht dieser größeren Inflationsneigung vorderhand noch keine Stärkung, sondern eine Schwächung der antiinflationistischen Kräfte gegenüber.

Die früher dem internationalen Währungssystem innewohnenden Bremsmechanismen sind insbesondere durch folgende Erscheinungen beeinträchtigt oder gar eliminiert worden:

Solange das Gold als Währungsbasis dominierte, zwang seine Knappheit zur Währungsdisziplin, das heißt zu großer Zurückhaltung in der Geldschöpfung. In letzter Zeit ist das Gold weitgehend durch den Dollar ersetzt worden, der, weil überreichlich vorhanden, die Geldschöpfung nicht mehr genügend zu hemmen vermag.

Insbesondere hat sich der frühere Zwang, im Falle von Zahlungsbilanzdefiziten relativ prompt energische Deflationsmaßnahmen zu ergreifen, stark vermindert.

Im weltwirtschaftlich wichtigsten Lande, den USA, scheint er seit Aufhebung des Goldpools kaum mehr eine Rolle zu spielen. Die übrige Welt wird daher durch ein anhaltendes, großes amerikanisches Zahlungsbilanzdefizit überreichlich mit Dollars versorgt.

Deshalb sind auch viele andere wichtige Länder nicht mehr im gleichen Maße wie früher dem Zwang zur Zahlungsbilanzdisziplin unterworfen. Dies um so weniger, als die Existenz des Eurodollarmarktes die Überbrückung von Zahlungsbilanzdefiziten noch zusätzlich erleichtert.

Die umfangreichen Mittel dieses Marktes fließen, abgesehen von Fällen von Vertrauenskrisen, nach den Ländern mit attraktivem Zinsniveau, zu denen meist auch jene mit Ertragsbilanzdefiziten gehören.

Solche Defizite können während längerer Zeit durch Mittelaufnahmen auf dem Euromarkt oder – wo dies nicht möglich erscheint – durch Beanspruchung internationaler Kredithilfen der verschiedensten Art überbrückt werden. Dies erleichtert es, die Inflation nach andern Ländern zu exportieren und dort eine Anpassungsinflation zu provozieren, die die eigenen Zahlungsbilanzprobleme vermindert.

Die Existenz des Eurodollarmarktes beeinträchtigt aber auch die Effizienz nationaler monetärer Restriktionen jener Länder, die ernsthaft gewillt sind, übermäßige inflatorische Tendenzen zu bekämpfen.

Sobald die Geldverknappung in diesen Ländern das nationale Zinsniveau über jenes des Eurodollarmarktes hinaushebt, strömen aus diesem Markt Mittel zu, die der Geldverknappung entgegenwirken.

Selbst dort, wo die Kreditexpansion mit dem System von Zuwachsraten direkt beschränkt wird, muß insbesondere bei sinkenden Zinssätzen auf dem Eurodollarmarkt damit gerechnet werden, daß die Restriktionen zunehmend durch Geldrückzüge oder Geldaufnahmen auf dem Euromarkt umgangen werden.

Ein Abstützen der antiinflationistischen Politik auf Restriktionen im Geldsektor kann also nicht mehr die früher üblichen relativ raschen Erfolge zeitigen.

In den letzten Jahrzehnten wurde der konjunkturpolitischen Ausrichtung der öffentlichen Fiskalpolitik eine wachsende Bedeutung für die Inflationsbekämpfung beigemessen. In vielen Ländern wurde sie als den monetären Maßnahmen überlegen betrachtet, nicht zuletzt deshalb, weil ihr eine breiter gestreute Wirkung zugeschrieben wird, da sie auch den Konsumsektor erfaßt.

Aber auch die Wirkung dieses Instrumentes scheint nicht mehr ganz den Hoffnungen zu entsprechen.

Die Möglichkeiten, den Inflationstendenzen durch eine rechtzeitige adäquate Ausgabenverminderung entgegenzutreten, sind durch die wachsenden Ansprüche an die Leistungen der öffentlichen Hand geringer geworden.

Trotz allem dürften in gewissen Sektoren, die sich im Falle der Schweiz besonders im Bereiche der Kantone oder Gemeinden befinden, noch unausgeschöpfte Möglichkeiten bestehen.

Die steuerliche Abschöpfung und Stilllegung von Einkommen begegnet großen politischen Schwierigkeiten. Zudem kann ihre Wirkung bei elastischen Geldschöpfungsmöglichkeiten und zunehmender Inflationserwartung beeinträchtigt werden. Auch eine rückläufige Entwicklung der freiwilligen Spartätigkeit kann die Wirksamkeit der Abschöpfung vermindern.

Ein nicht genügend ausgenützter Spielraum besteht vor allem im Falle der Schweiz in bezug auf eine vermehrte Finanzierung der öffentlichen Investitionen von Kantonen und Gemeinden durch laufende Steueraufkommen statt durch Verschuldung.

Da die traditionellen Mittel der Inflationsdämpfung weniger wirksam geworden sind und zudem nicht immer voll ausgeschöpft werden, müssen sie um so länger eingesetzt werden. Unbefriedigend ist insbesondere, daß sie, obwohl hauptsächlich auf eine Verminderung der Übernachfrage ausgerichtet, mangels Durchsetzbarkeit von Mitteln, die direkt auf die Kostenentwicklung einwirken, auch noch während der Phase der Kosteninflation angewandt werden müssen. Auf diesem Wege kann die Erlahmung der Kostenauftriebskräfte meist nur durch ein gewisses Ausmaß an Unterbeschäftigung erreicht werden. Man wird in Zukunft nicht nur mit der Bekämpfung der Nachfrageinflation früher beginnen müssen, sondern auch in der Phase der Kosteninflation

vermehrt Mittel einsetzen müssen, die den Kostenauftrieb direkter vermindern.

Als ein spezifisches Mittel, die Kosteninflation zu bekämpfen und ihre Zeitdauer wesentlich abzukürzen, wird meist die Einkommenspolitik bezeichnet. Ihr wichtigster Inhalt besteht darin, die am Produktionsprozeß Beteiligten zu veranlassen, in der Phase der Kosteninflation auf Lohn- und Preissteigerungen, die nicht mehr von der Nachfrage verursacht werden, zu verzichten.

Man möchte sie dazu bringen, einen recht bald fruchtlos verlaufenden Kampf um einen größeren Anteil am Sozialprodukt aufzugeben.

Der Verzicht auf einen längeren Kampf dieser Art erscheint um so angezeigter, als er leicht zu einem Schrumpfen des zu verteilenden Kuchens und zur Entwertung von Sparkapital führt. Er würde die schwierigste und am schwersten durch die klassischen antiinflationistischen Mittel zu bekämpfende Inflationsphase abkürzen.

Bisher vermochte sich die Einkommenspolitik noch kaum erfolgreich durchzusetzen. Eine besondere Schwierigkeit liegt darin, daß bei kontinuierlicher Inflation sowohl einzelne Arbeitnehmergruppen als auch Produzenten zu Recht oder Unrecht das Gefühl haben, mit der Lohn- und Preisanpassung zurückgeblieben zu sein, und jede neue Anpassung der einen Gruppe bei andern Gruppen wieder ähnliche Probleme schafft. Die Voraussetzungen für die Anwendung der Einkommenspolitik werden wahrscheinlich nur durch eine zeitaufwendige und mühsame Aufklärungsarbeit geschaffen werden können.

#### IV.

#### Zur schweizerischen Konjunkturlage

Trotz gewissen Anhaltspunkten für ein Nachlassen des Nachfrageauftriebes in einzelnen Sektoren scheint die schweizerische Wirtschaft doch noch stark überwiegend im Zeichen der Nachfrageinflation zu stehen. Ein Symptom dafür sind die bewegten Klagen über den Mangel an Arbeitskräften und deren Abwerbung.

Die Verhältnisse wären wahrscheinlich noch angespannter, wenn nicht unsere Industrie in vermehrtem Ausmaße zur Befriedigung der Nachfrage nach ihren Produkten auf im Ausland arbeitende Arbeitskräfte zurückgegriffen hätte. Dies insbesondere durch den beschleunigten Ausbau ihres ausländischen Produktionsnetzes, den vermehrten Import von stärker im Ausland bearbeiteten Ausgangsprodukten und von Arbeitskräfte sparenden Produktionsgütern.

Bei einem Nachlassen der konjunkturellen Anspannungen im Ausland dürften sich diese Möglichkeiten

noch in vermehrtem AusmaÙe ausnützen lassen. Dies könnte mithelfen, eine allfällig sich im Ausland ausbreitende Beruhigung etwas rascher auf einzelne Sektoren unserer Wirtschaft zu übertragen, als dies sonst der Fall wäre.

Die beiden wichtigsten Preis- und Kostenauftriebsherde liegen offensichtlich beim Arbeits- und beim Baumarkt.

Die Lohnkosten sind in starkem Ansteigen begriffen, wobei uns heute der Überblick über AusmaÙ und Wirkung noch fehlt.

Während man vielleicht doch eher mit einem Nachlassen der vom Ausland kommenden Nachfrage rechnen darf, wird wohl mit den steigenden Lohneinkommen die Nachfrage nach inlandsgebundenen Leistungen und Investitionen weiter zunehmen.

An sich ist es daher richtig, daÙ gegenwärtig die Inflationsbekämpfung schwergewichtig gegen eine übermäßige Aufblähung der inneren Nachfrage gerichtet ist.

Dagegen erscheint der Fächer der bisher ergriffenen Maßnahmen zu schmal. Von seiten der Fiskalpolitik wurde trotz aner kennenswerten Anstrengungen des Bundesrates weder vom Bund selbst, noch von der Gesamtheit der Kantone und Gemeinden ein wirklicher Beitrag geleistet. Das öffentliche Finanzgebaren wirkt im Gegenteil konjunkturanheizend.

Auch von andern Maßnahmen zur Beeinflussung der Rahmenbedingungen ist abgesehen worden. Desgleichen wurde auf direkte Eingriffe in das Marktgeschehen in besonders inflationsvirulenten Sektoren verzichtet.

Die Last muß deshalb einseitig vom monetären Sektor getragen werden. Dies erscheint um so weniger befriedigend, als dessen Tragfähigkeit gegenüber früher geringer geworden ist.

Wie Sie wissen, setzt sich die antiinflationäre monetäre Politik hauptsächlich aus folgenden Elementen zusammen:

a) Aus der Kreditpolitik: Es wurde per 1. September 1969 mit Wirkung ab 1. August 1969 die Kreditwachsbegrenzung eingeführt.

b) Aus der Zinspolitik: Die Nationalbank bemüht sich, gegenüber dem Eurogeldmarkt ein Zinsgefälle aufrechtzuerhalten, welches das Risiko einer massiven Repatriierung der im Laufe der Jahre auf dem Eurodollarmarkt angesammelten langfristigen schweizerischen Mittel während der Zeit der Überhitzung vermindern sollte.

c) Aus der Kapitalmarktpolitik: Die Schweizerische Nationalbank ist in Zusammenarbeit mit den Emissionsbanken bestrebt, einer Umgehung der Kreditwachsbegrenzung durch übermäßige Beanspruchung des

Kapitalmarktes Grenzen zu setzen. Dies durch eine bisher relativ milde Beschränkung des Emissionsvolumens.

Für die Weiterführung der bisherigen monetären Politik stellen sich heute nicht ganz einfache Probleme. Nach dem Rahmenvertrag soll die Kreditwachsbegrenzung nicht mehr als 24 Monate hintereinander angewandt werden. Da es die Verhältnisse nicht gestattet haben, ihr Kreditrichtlinien im Sinne dringlicher Empfehlungen voranzuschicken, dürfte sich eine Dauer von 24 Monaten für eine vertragliche Beschränkung voraussichtlich als zu knapp erweisen.

Es sind bereits 15 Monate vergangen, ohne daÙ die Kreditwachsbegrenzung das realwirtschaftliche Geschehen wesentlich beeinflußt hätte. Bisher haben sich die Hauptwirkungen vor allem im Bereiche der Dispositionen bewegt, die voraussichtlich die eigentlichen Markt Vorgänge erst ab Mitte 1971 beeinflussen dürften. Sofern es nicht gelänge, die Frist im Einvernehmen mit den rund 330 Vertragsbanken zu verlängern, bestände das Risiko, daÙ viele Banken sich bereits in den nächsten Monaten für ihre Kreditgewährung ab 1. August 1971 völlig frei fühlten.

Dies wäre dann mit schwerwiegenden Risiken verbunden, wenn sie darauf bauen könnten, dannzumal über mehr Mittel zu verfügen als dies den heutigen Kreditwachsqoten entspricht. Die Hoffnung auf mehr Mittel erscheint heute im Hinblick auf die Repatriierungstendenz nicht unbegründet.

In aner kennenswerter Weise haben sich deshalb die Organe der Bankiervereinigung bereit erklärt, nach bestem Vermögen mitzuhelfen, die Voraussetzungen für eine allfällig notwendige Verlängerung der Anwendungsdauer der Kreditwachsbegrenzung um bis zu einem Jahr zu schaffen.

Wir riskieren allerdings, daÙ die Wirkungen der Kreditwachsbegrenzung unter dem Einfluß laufender Repatriierungen von Euromarktgeldern mittel- und langfristigen Charakters sowie anderer Geldzuflüsse beeinträchtigt werden. Reichlich vorhandene Mittel erleichtern Umgehungsoperationen und erschweren eine den Erfordernissen der Inflationsbekämpfung angemessene Steuerung des Volumens an Kapitalmarktmissionen.

Das einseitige Abstellen auf monetäre Maßnahmen hat auch den Nachteil, daÙ sich eine dämpfende Wirkung schwergewichtig zuerst bei den Investitionen zeigt, zu denen auch solche gehören, die im politischen Spannungsfeld stehen.

Hätte mit der Kreditwachsbegrenzung frühzeitig genug begonnen werden können, so wäre ein ausgeglichenes Wachstum der Investitionen eher zu erwarten gewesen.

Die während der Wartezeit im ÜbermaÙe versprochenen oder eröffneten Kredite zwangen später die Banken, entsprechend vermehrte Zurückhaltung bei der Ge-

währung neuer Kredite zu üben. Dies nicht nur, um die Zuwachsquoten einhalten zu können, sondern in vielen Fällen auch im Hinblick auf einen ungenügenden Eingang von Mitteln. Im Verlaufe dieses Jahres haben sich daher die neuen Zusagen insbesondere für Wohnbaukredite deutlich vermindert. Das Volumen an zugesagten und noch offenen Krediten ist aber noch derart groß, daß die Wohnbautätigkeit bis weit ins zweite Halbjahr 1971 hinaus noch auf hohen Touren laufen dürfte. Eine im September dieses Jahres von uns gemachte Untersuchung hat gezeigt, daß damals die Bremsursache bei vielen Instituten mehr beim Mangel an Mitteln als bei der Kreditzuwachsbegrenzung lag. Da der Mittelzufluß seit kurzem wieder reichlicher ist, dürfte das erstgenannte Hemmnis sukzessive an Bedeutung verlieren. Aber auch der Zwang zur kompensatorischen Zurückhaltung bei der Zusage neuer Kredite wegen anfänglicher Überbeanspruchung der Kreditzuwachsquoten dürfte mit der zunehmenden Erreichung der Kompensation abnehmen, so daß sich auch von dieser Seite her im Laufe des nächsten Jahres eine Entspannung ergeben sollte.

Man wird aber wohl zugeben müssen, daß eine gewisse kompensatorische Zurückhaltung bei der Zusage neuer Baukredite während einer gewissen Zeit notwendig ist, damit auf dem Baumarkt ein die Preishausse milderndes besseres Gleichgewicht zwischen Baunachfrage und Baukapazität entsteht.

Es ist ein sehr schwieriges Unterfangen, in einer Periode inflatorischer Einkommenssteigerungen das Wohnungsproblem zu bewältigen, da mit zunehmenden Masseneinkommen die Nachfrage nach Wohnraum rascher wächst als die vorhandene Baukapazität. Je mehr in einer solchen Periode unabhängig von der Baukapazität finanzielle Mittel zur Verfügung gestellt werden, desto stärker treibt die kaufkräftige Baunachfrage die Baupreise in die Höhe, ohne daß schlußendlich wirklich auch mehr gebaut werden kann.

Die mit dem Wohnungsbau zusammenhängenden Probleme bedürfen daher einer besonders sorgfältigen Prüfung, bei der dem volkswirtschaftlichen Gesamtzusammenhang Rechnung getragen werden muß.