

Orientierung über einige monetäre und finanzielle Probleme

(von Botschafter Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, anlässlich der Botschafterkonferenz vom 4. September 1969)

=====

I. Die gegenwärtigen monetären Hauptprobleme

Die internationalen Währungsdiskussionen kreisen zur Hauptsache um drei Fragen:

- a) Genügen Umfang und Qualität der vorhandenen Währungsreserven, um die Liberalisierung des Welthandels unter dem heutigen Währungssystem aufrecht zu erhalten?
- b) Ist es möglich, zu einer international koordinierteren und wirksameren Inflationsbekämpfung und damit Zahlungsbilanzdisziplin zu gelangen?
- c) Wäre es nicht zweckmässig, die Unterschiedlichkeit im Willen zur Inflationsbekämpfung als Realität anzuerkennen und zu einem solchen Unterschieden Rechnung tragenden System flexiblerer Wechselkurse überzugehen?

Alle drei Fragen hängen zusammen mit der immer stärkeren, aber länderweise unterschiedlichen Inflationsneigung.

Je unterschiedlicher die Inflationsneigung bekämpft wird, desto häufiger und grösser werden die Zahlungsbilanzungleichgewichte. Dementsprechend wächst auch der Bedarf an Währungsreserven, mit denen Defizite überbrückt werden sollen. Je stärker aber der Umfang der Währungsreserven aufgebläht wird, desto geringer wird der Zwang zur frühzeitigen energischen Inflationsbekämpfung. Zugleich wird mit der Aufblähung der Währungsreserven der Anteil der qualitativ höchst stehenden Reservekomponente Gold verringert.

Die vermehrten Zahlungsbilanzungleichgewichte und der damit wachsende Bedarf an Währungsreserven sind eine Folge des Systems



fester Wechselkurse bei ungleichem Willen zur Inflationbekämpfung.

Viele, die nicht an die Möglichkeit einer Verbesserung der Inflationbekämpfung in den massgeblichen Ländern glauben, plädieren daher für eine Aufgabe des Systems der festen Währungsparitäten zugunsten flexiblerer Wechselkurse. Flexiblere Wechselkurse sollen es gestatten, dem unterschiedlichen Willen zur Inflationbekämpfung Rechnung zu tragen. Der Zahlungsbilanzausgleich würde in erster Linie durch ein Sinken oder Steigen des Wechselkurses der einzelnen Länder bewerkstelligt werden. Dann würden die Zahlungsbilanzungleichgewichte und damit auch der Bedarf an Währungsreserven kleiner. Die Inflationsherde würden isoliert bzw. der gegenseitige Inflationsexport würde aufhören.

#### 1. Warum gibt es ein Problem des Umfanges und der Qualität der Währungsreserven?

a) Sie werden schon unzählige Male folgende These gehört haben:

Seit Kriegsende ist das Welthandelsvolumen sowohl quantitativ, aber noch sehr viel stärker wertmässig gewachsen.

Bei grösserem Aussenhandelsvolumen ist beim gegenwärtigen System der festen Wechselkursrelationen auch mit grösseren vorübergehenden Zahlungsbilanzdefiziten der einzelnen Länder zu rechnen. Zudem sind die Defizite häufiger und von längerer Dauer geworden, weil die meisten Länder aus politischen Gründen eine dauernde Vollbeschäftigung anstreben und im Falle von Fehlbeträgen in der Zahlungsbilanz davor zurückschrecken, Saniierungsmassnahmen zu ergreifen, die zwar das Gleichgewicht rasch wiederherstellen, dafür aber das Risiko einer Unterbeschäftigung in sich schliessen.

Da länger andauernde Zahlungsbilanzdefizite schliesslich aus Währungsreserven gedeckt werden müssten, ist es bei solchen Verhältnissen nötig, ein adäquates Wachstum der Reserven zu ermöglichen.

- b) Es gibt auch noch eine zweite These, die lautet:

Ob der wachsende Aussenhandel wirklich in allen Ländern höhere Währungsreserven notwendig macht, ist zwar zweifelhaft. Die Erfahrung zeigt, dass viele Länder mit wenig Reserven durchkommen. Viel wichtiger ist das Verhalten der Notenbanken, die in ihrer grossen Mehrzahl auf ein Wachstum ihrer Reserven hintendieren und dieses Ziel durch eine restriktive Kreditpolitik zu erreichen versuchen. Dies nicht, weil sie die Reserven unbedingt benötigen, sondern weil der Reservezuwachs ein Symbol wirtschaftlicher Stärke ist. Von diesem Symbol hänge das Ansehen der Währung und, wie die Erfahrung zeige, auch das politische Ansehen eines Landes ab. Die Notenbanken würden daher von den Regierungen im Streben nach Reservezuwachs unterstützt. Wenn nicht zusätzliche Reserve Medien geschaffen würden, so endete dieses Bestreben in einem sich immer mehr verstärkenden Restriktionismus.

- c) Keine der beiden Thesen vermag völlig zu überzeugen. Bezüglich der ersten haben wir bereits darauf hingewiesen, dass reichlich vorhandene Reserven den Willen zur Inflationsbekämpfung vermindern.

Wäre die zweite These richtig, d.h. wären die Notenbanken wirklich in der Lage, die ihnen zugeschriebene Restriktionspolitik zu betreiben, so hätten wir weit weniger Inflation. Für den Einfluss dieser Thesen ist aber nicht das Ausmass ihrer objektiven Richtigkeit entscheidend, sondern die Tatsache, dass die Mehrheit der Länder und ihrer Experten an sie glauben.

- d) Die Währungsreserven bestehen gegenwärtig zur Hauptsache aus zwei Elementen: aus Gold und aus Dollars.
- e) Im Hinblick auf die wachsende Goldnachfrage für die Hortung, den Schmuck und die Industrie bleibt für Währungszwecke von der laufenden Goldproduktion nur wenig übrig, um nennenswert zum Zuwachs an Währungsreserven beizutragen.

f) Wirklich ausdehnungsfähig ist daher gegenwärtig nur das Dollarelelement.

Daraus werden dann meist folgende Schlüsse gezogen:

Das Streben der anderen Länder nach zusätzlichen Währungsreserven führe im Endresultat diese Länder zur Erzielung eines Zahlungsbilanzüberschusses in Dollarform und zwingt den USA in entsprechendem Umfange ein dauerndes Zahlungsbilanzdefizit auf. Dies gefährde die Goldkonvertibilität des Dollars. Die wachsenden Dollarbestände der Zentralbanken und der in ihnen verkörperte potentielle Anspruch auf Goldkonversion stehe in einem immer stärkeren Missverhältnis zu den Goldreserven der USA. Damit vermindere sich die Fähigkeit der USA, das Konversionsversprechen einzulösen. Das heutige Währungssystem beruhe auf der Goldkonvertibilität des Dollars, die aber keine Realität mehr sei, sondern nur noch eine Arbeitshypothese, die nur so lange aufrecht erhalten werden könne, als die Notenbanken auf Goldkonversionen verzichten. Ein solches System, das nur noch auf diesem Tun des "als ob" beruhe, müsse früher oder später zusammenbrechen.

Zur Beurteilung der wichtigsten Reformvorschläge ist daher ein näheres Eingehen auf die Dollarprobleme notwendig. Die Vereinigten Staaten haben während der Fünfzigerjahre in Form von Geschenken und Krediten Dollars in die Welt hinausgepumpt, um den übrigen Ländern eine Aeufnung ihrer Währungsreserven und damit die Rückkehr zur Währungskonvertibilität zu ermöglichen. Diese Dollarflut stammte also vorerst aus einem beabsichtigten und von der übrigen Welt freudig begrüßten amerikanischen Zahlungsbilanzdefizit, das ein Ausdruck amerikanischer wirtschaftlicher Stärke und Hilfsbereitschaft war.

Die Dollars, die sich in den Währungsreserven der übrigen Welt niederschlugen, wurden von den meisten Ländern vorerst nicht in Gold konvertiert, denn der Dollar erschien wertvoller als Gold. Nicht nur war die Goldkonversion dank der riesigen

amerikanischen Goldreserve jederzeit gesichert, sondern die Dollars brachten im Gegensatz zum Gold Zinsen ein. Sie können auch viel leichter und mit geringeren Kosten zum Ausgleich von Zahlungsbilanzdefiziten verwendet werden.

- g) Ende der Fünfzigerjahre wurde die europäische Wirtschaft international wieder sehr konkurrenzfähig. Dazu trug auch bei, dass alle Länder, eingeschlossen die Bundesrepublik aber mit Ausnahme der Schweiz, seit Kriegsende mehrmals gegenüber dem Dollar abwerteten.

Die von den USA kontinuierlich in alle Welt hinausgepumpten Dollars wurden daher in zunehmendem Masse für Warenkäufe in Europa verwendet. Die Dollardisponibilitäten vieler europäischer Zentralbanken nahmen bald so stark zu, dass dem Gold als Reservekomponente wieder grössere Bedeutung als dem Dollar zugemessen wurde.

Diese Zentralbanken begannen immer mehr, die neu zufließenden Dollars in Gold umzuwandeln. Die Goldreserve der Vereinigten Staaten nahm daher dauernd ab und sank schliesslich unter das Niveau, das zur Erfüllung der potentiellen Konversionsansprüche genügend erschien. Dadurch wurde der Dollar, verglichen mit dem Gold, nur noch ein Reservemedium minderer Güte. Damit entstand das Problem der Qualität der Währungsreserven, das von den Franzosen - die als Folge einer übermässigen Abwertung im Jahre 1958 grosse Dollarzuflüsse erhielten - durch eine massive und demonstrative Goldkonversion absichtlich hochgespielt wurde.

Die Regierung der Vereinigten Staaten erkannte bereits gegen Ende der Fünfzigerjahre, dass sie die Zahlungsbilanz im Interesse des internationalen Währungssystems und zum Schutze gegen eine weitere Verminderung der Goldreserven ins Gleichgewicht bringen müsse. Sie versuchte daher, nicht ohne Erfolg, die staatlichen Ausgaben im Ausland abzubauen. Im Hinblick auf den zu erwartenden amerikanischen Zahlungsbilanz-

ausgleich musste mit dem Wegfall des Dollars als Mittel zur zusätzlichen Aeufnung von Währungsreserven gerechnet werden. Es stellte sich daher die Frage, durch welche anderen Mittel der Weltbedarf an zusätzlichen Währungsreserven gedeckt werden könne und wie sich u.U. der Bedarf an Reserven vermindern liesse.

## 2. Grundzüge der Reformvorschläge

Die Welt wurde mit einer Vielzahl von Plänen für neue Reservemedien überschwemmt. Für den Fall ihrer Nichtrealisierung wurden von den Urhebern oft düstere Prognosen gestellt. Dies schuf im Währungssektor eine spekulationsträchtige Atmosphäre der Unsicherheit.

Die Vorschläge, die am meisten Beachtung fanden, gingen in folgende Richtungen:

- a) Der Goldpreis sei mindestens zu verdoppeln. Dadurch werde das Wertvolumen der Goldreserven stark erhöht, so dass auf Jahre hinaus genügend Währungsreserven vorhanden seien. Von französischer Seite wurde zudem vorgeschlagen, diese Gelegenheit zu benützen, um im Rahmen einer internationalen Konvention die weitere Verwendung des Dollars als Reservemedium zu eliminieren. Dahinter steckte auch der Gedanke, dass durch das Halten von Dollarreserven die übrigen Länder dem reichsten Staat Kredite gewährten, was die Satellisierung Europas verstärke.
- b) Die grosse Mehrheit der Experten und mit ihnen auch der Länder war der Goldpreiserhöhung abhold. Die Reservezunahme in Form der Goldpreiserhöhung käme einseitig jenen Ländern zugute, die bereits über einen grossen Goldbestand verfügten. Dies seien, abgesehen von den USA, gerade Länder, die einen solch plötzlichen Reservezuwachs gar nicht brauchten. Er käme nur dann auch den Ländern mit Reservemangel zugut, wenn die goldreichen Länder bereit wären, sich überdurchschnittlich zu inflationieren, was

weder wahrscheinlich noch wünschbar sei.

Man müsse aber einen Ersatz für den schwindenden Zuwachs an neuem Gold bzw. für die Goldpreiserhöhung finden, und zwar in Form eines neuen internationalen Geldes. Dessen Volumen sei nach den Reservezuwachsbedürfnissen der Welt zu dosieren und angemessen auf die einzelnen Länder zu verteilen. Damit werde die Erhöhung des Reservevolumens von den Zufälligkeiten des Goldanfalles und des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits befreit und nach rationalen wirtschaftlichen Gesichtspunkten gelenkt.

Diese Ueberlegungen fanden schliesslich ihren Niederschlag im Projekt der "Special drawing rights" auf den Internationalen Währungsfonds. Noch im Herbst dieses Jahres dürften "Special drawing rights" im Umfange von 9,5 Milliarden Dollar für die nächsten drei Jahre geschaffen werden. Die "Special drawing rights" sind in Gold definiert, aber nicht direkt in Gold konvertierbar. Sie werden gemäss dem ordentlichen Quotenschlüssel des IMF auf die einzelnen Mitglieder, die mitzumachen bereit sind, verteilt. Jedes teilnehmende Mitglied ist zugleich verpflichtet, in doppeltem Umfange der ihm zugeteilten "Special drawing rights" solche von anderen Ländern zum Ausgleich von Zahlungsbilanzüberschüssen entgegenzunehmen. Der Geldcharakter der "Special drawing rights" basiert auf einem allerdings limitierten Annahmewang.

Ob das System spielen kann, hängt davon ab, ob Zahlungsbilanzdefizite relativ rasch durch kompensierende Zahlungsbilanzüberschüsse beseitigt werden, denn das System kann nur planmässig funktionieren, solange den Gläubigerländern nicht mehr "Special drawing rights" angeboten werden als ihrem Zwang zur Abnahme entspricht.

Bei den Zweifeln, ob dies unter den heutigen Verhältnissen möglich sei, setzt die dritte Richtung der Reformvorschläge ein.

Sie sehen die Gewährleistung eines besseren und rascheren Zahlungsbilanzausgleichs in einer vermehrten Flexibilität der Wechselkurse. Dies würde den Bedarf an Währungsreserven vermindern. Die Vorschläge variieren von jährlichen, kleinen, zum vornherein limitierten, aber automatischen Schwankungen (crawling peg) bis zur völligen Freigabe der Kursbildung an den Devisenmärkten.

### 3. Der bisherige Misserfolg der Bemühungen um den amerikanischen Zahlungsbilanzausgleich

- a) Die amerikanische Zahlungsbilanz, deren notwendige und wahrscheinliche Verbesserung Ausgangspunkt der Währungsdiskussionen war, hat sich nicht so entwickelt, wie anfangs der Sechzigerjahre gehofft wurde.
- b) Bis 1965 lag der Hauptgrund im massiven Anschwellen der amerikanischen industriellen Direktinvestitionen im Ausland, insbesondere in Europa. Im Hinblick auf die Schaffung zweier grosser Wirtschaftsräume in Europa, der tieferen europäischen Lohnkosten und der überlegenen amerikanischen Erfahrung in der Massenproduktion für grosse Wirtschaftsräume, bot Europa für die amerikanische Industrie ein interessantes Betätigungsfeld. Die im Anschwellen der amerikanischen Investitionen begründete Zahlungsbilanzpassivität führte auch zum Vorwurf, Europa finanziere amerikanische Investitionen durch die Akkumulierung von Dollarreserven, d.h. ermögliche die Dominierung seiner Wirtschaft durch amerikanische Unternehmungen, indem es durch seine Notenbanken den USA Kredite gewähre.

Die wachsenden Direktinvestitionen führten einerseits zu hohen amerikanischen Dollarexporten und andererseits zu einer Verminderung der amerikanischen Exportmöglichkeiten nach Europa. Ein grosser Teil dessen, was früher aus den USA importiert wurde, wurde nun von amerikanischen Fabriken in Europa hergestellt. Von Europa aus konnte auch ein Teil des



übrigen Weltbedarfs an früher aus den USA bezogenen Gütern gedeckt werden.

Dies hat mindestens kurz- und mittelfristig den Dollar geschwächt. Nachdem von der Goldkonvertibilität des Dollars praktisch nur noch die rechtliche Hülle übrigblieb, wurde auch die volle Konvertibilität des Dollars in amerikanische Waren zu internationalen Konkurrenzpreisen beeinträchtigt.

Ab Ende 1965 türmte sich auf diese Schwierigkeiten noch eine z.T. kriegsbedingte amerikanische Nachfrageinflation. Die Aufblähung der inneren Nachfrage liess den an sich schon zu geringen amerikanischen Handelsbilanzüberschuss schliesslich fast verschwinden.

- c) Eine solche Situation erscheint für das Schicksal eines Währungssystems, das heute praktisch auf dem Dollarstandard beruht, sehr besorgniserregend. Daran vermag auch die Tatsache nicht sehr viel zu ändern, dass in der Zwischenzeit sich die amerikanische Vermögensbilanz als Folge dieser Auslandsinvestitionen stark verbesserte, denn die Amerikaner scheinen wenig geneigt zu sein, ihre Investitionen zur Verbesserung der Zahlungsbilanz an Europa zu verkaufen.
- d) Trotz dieser wenig befriedigenden Verhältnisse hat sich seit Aufhebung des Goldpools im März 1968 keine Vertrauenskrise mehr gegenüber dem Dollar gezeigt. Dies, obwohl sich die Warenkonvertibilität des Dollars seither noch verschlechtert hat.
- aa) Die wohl wichtigste Erklärung dürfte in der stark gewachsenen Bedeutung des Eurodollarmarktes liegen. Ueber seine Entstehung und seine Entwicklung sollten Sie orientiert sein. Ich verweise diesbezüglich auf mein Referat anlässlich der Generalversammlung unserer Bank, das Ihnen im Frühjahr zugestellt worden ist.

Der inflatorische Nachfrageboom, der sich in den Vereinigten Staaten seit 1965 entwickelte, liess dort die Zinssätze steigen. Europa befand sich damals im Zeichen einer restriktiven Geldpolitik. Geldanlagen im Ausland wurden von den in den meisten Ländern angewandten Mindestreserven befreit. Die europäischen Banken brachten daher die ihnen angefallenen Dollars nicht mehr ihrer Zentralbank Konversion in nationale Währung, sondern liehen sie auf dem von der amerikanischen Zinshausse beeinflussten Eurodollarmarkt aus. Kurz darauf trat in den meisten europäischen Ländern eine Stagnation oder Rezession ein, die den nationalen Geldbedarf schrumpfen liess. Die Geldmarktzinssätze in Ländern mit Dollaranfall sanken unter das Zinsniveau des Eurodollarmarktes. Dies verstärkte die Neigung der Banken, die Dollarüberschüsse auf dem Eurodollarmarkt auszuleihen. Die Notenbanken hatten sich nicht mehr über einen massiven Dollarzufluss zu beklagen. Immer mehr Zentralbanken verloren als Folge der Neigung der privaten Banken zu Eurodollarmarkt-Anlagen sogar Dollarreserven an den Euromarkt. Damit verminderten sich auch die potentiellen Ansprüche der Notenbanken auf eine Goldkonversion von Dollars.

- bb) Aus der umfangreichen Nachfrage nach Dollars wurde auch ersichtlich, dass ein grosser Teil der Welt seinen Dollarbedarf noch nicht gesättigt hatte und durchaus gewillt war, mehr Dollarreserven zu halten. Da der Euromarkt eine bessere Verteilung der anfallenden Dollars nach den Dollarbedürfnissen gestattete, verschwand sukzessive der Dollarüberfluss.

Seit einem Jahr betreiben die amerikanischen Währungsbehörden zur Inflationsbekämpfung eine restriktive Geldpolitik bei zugleich steigender amerikanischer Kreditnachfrage. Dies veranlasste die amerikanischen Banken, in massivem Ausmasse Dollars auf dem Eurodollarmarkt zu borgen. Es entstand dadurch ein ausgesprochener weltweiter Dollarmangel, der die

Zinssätze für kurzfristiges Euromarktgeld auf 10 - 12 % ansteigen liess. Solange der Eurodollarmarkt unter dem Einfluss amerikanischer Nachfrage steht, wird der Dollar ausserordentlich knapp bleiben.

Diese Entwicklung zeigt, wie rasch sich die Situation ändern kann und wie vorsichtig man mit alarmierenden Schlüssen bezüglich des internationalen Währungssystems sein muss.

- cc) Seit Aufhebung des Goldpools, und nachdem die Notenbanken bei der Goldkonversion in Dollars grösste Zurückhaltung üben, ist es auch schwierig, den Dollar mit einer Spekulation direkt anzugreifen. Eine Flucht vom Dollar ins Gold würde den freien Marktpreis sehr rasch so weit in die Höhe treiben, dass eine Weiterführung dieser Spekulation sehr bald versiegen würde.

Eine grössere Spekulation gegen den Dollar muss heute den Umweg über eine Aufwertungsspekulation gegenüber einer andern Währung annehmen. Es würde sich also um eine Flucht vom Dollar in eine andere Währung handeln. Im Hinblick darauf, dass das Volumen des Eurodollarmarktes über 30 Mia ausmacht, könnte eine solche Spekulation einen unerhört gefährlichen Umfang annehmen.

Für Spekulationen dieser Art eignen sich nur ganz wenige Währungen, nämlich solche, von denen man annimmt, sie würden im Falle einer formellen Aufgabe der Goldkonvertibilität des Dollars oder bei einer Goldpreiserhöhung oder auch zur Abwehr eines zu grossen Dollarzustroms aufwerten. Wahrscheinlich kämen gegenwärtig als Spekulationsobjekte nur die Deutsche Mark und mit einigem Abstand der Schweizerfranken in Frage.

Solange aber der Dollar dank der Euromarktnachfrage knapp ist und hohe Zinsen einbringt, ist eine eigentliche Misstrauensspekulation gegenüber dem Dollar nicht zu erwarten.

- dd) Die DMark-Aufwertungsspekulation im November 1968 und im Mai dieses Jahres wurde nicht durch ein Misstrauen gegenüber dem Dollar ausgelöst, sondern durch die öffentlich geführte Aufwertungsdiskussion in der Bundesrepublik selbst provoziert.
- ee) Trotz diesem gestiegenen Ansehen des Dollars ist es notwendig, dass die Vereinigten Staaten innert absehbarer Frist sich einem echten Zahlungsbilanzausgleich wesentlich nähern, denn die mangelnde Fähigkeit zur Goldkonversion und ein Andauern der unbefriedigenden Entwicklung der Handelsbilanz, d.h. auch einer zweifelhaft gewordenen vollen Warenkonvertibilität sind Fakten, die auf die Dauer zum Wiederaufflammen währungspolitischer Beunruhigung führen können. Insbesondere bekämen die Vorschläge zur flexibleren Wechselkursgestaltung ein zunehmend stärkeres Gewicht und würden ihrerseits die Währungsspekulation fördern.

Man muss schliesslich auch damit rechnen, dass, solange sich die USA nicht einem dauerhaften Zahlungsbilanzausgleich nähern, aus Sonderproblemen entstehende Krisen auf den Dollar übergreifen können.

## II. Einige monetäre Sonderprobleme

1. Unter den monetären Sonderproblemen ist international gesehen zweifellos das Pfundproblem das wichtigste. Es ist nicht aus den heutigen Grundproblemen des Währungssystems entstanden, hängt aber doch insofern mit ihnen zusammen, als das Pfund für die Sterlingländer in einem allerdings abnehmenden Ausmass die Rolle einer Reservewährung spielt.

Solange Grossbritannien nicht in der Lage ist, andauernd einen kräftig wachsenden Ueberschuss seiner Ertragsbilanz zu erzielen, ist die Reservefunktion der in London unterhaltenen Währungsreserven gefährdet. In den letzten Jahren konnte

sie nur dank der Kreditgewährung anderer Notenbanken an die Bank of England aufrechterhalten werden. Anfänglich spielte dabei die S.N.B. eine führende Rolle, von der sie sich aber im Hinblick auf die zu geringen eigenen Anstrengungen der Engländer sukzessive zurückzog. Gegenwärtig erfolgt die Stützung der Pfundkonvertibilität durch das "Second group arrangement", das noch für zwei Jahre läuft.

Der Wille zu weiteren Stützungsabkommen ist seitens der meisten Notenbanken weitgehend erloschen. Das Schicksal des Pfundes und seiner Rolle als Reservewährung hängt daher von den eigenen Anstrengungen Grossbritanniens ab. Auch eine Konsolidierung der Stützungskredite kommt erst in Frage, nachdem die Sanierung wesentliche Fortschritte gemacht hat. Bei ungenügenden Fortschritten könnte spätestens nach dem Dahinfallen des "Second group arrangement" das Pfund seine Reservefunktion verlieren. Demgemäss würden die Währungsreserven der Pfundländer schrumpfen. Dies braucht aber nicht unbedingt zu Einfuhr- und Zahlungsrestriktionen dieser Länder zu führen. Die diesen Ländern vom Währungsfonds zugeordneten "Special drawing rights" werden ihre ohnehin gewachsenen übrigen Währungsreserven stärken. Zudem verfügen diese Länder auch noch über normale Ziehungsrechte auf den Währungsfonds. Ferner könnten sie ihre Sterlingguthaben mindestens zum Abbau ihrer mit der Zeit fälligen Finanzschulden an England verwenden, was ihre Zahlungsbilanz sukzessive entlastet. Der in englischen Finanzblättern oft empfohlene Uebergang zu schwankenden Wechselkursen wäre bedauerlich und würde die Grundprobleme nicht lösen. Im Hinblick auf die mässige Exportdynamik des Grossteils der englischen Wirtschaft und die inzwischen erfolgte Franc-Abwertung sollte daraus kaum eine sehr ernsthafte Gefährdung des Wechselkurses der wichtigeren Industrieländer entstehen.

2. Unter die spektakulären Währungsprobleme gehörte vom Mai 1968 bis zum 8. August dieses Jahres die Schwäche des französischen Frankens, die sich von Zeit zu Zeit zu eigentlichen Spekulationswellen verdichtete, die sich jeweils rasch auch auf das Pfund und mit umgekehrten Vorzeichen auf die DMark ausbreiteten. Das französische Währungsproblem entstand aus den jedermann bekannten und von den internationalen Währungsproblemen völlig unabhängigen Ursachen. Sie hatten wenigstens das Gute, dass Frankreich seine Destruktionspolitik gegen den Dollar nicht mehr fortführen konnte und nunmehr gerade auf die Solidaritätshilfe der Notenbanken angewiesen war, die es vorher kritisierte. Es ist zu hoffen, dass das Franc-Problem mit der kürzlichen Abwertung und den sie ergänzenden Massnahmen zur Nachfragedämpfung beseitigt ist. Die Abwertung liegt im Rahmen dessen, was im letzten November an der Bonner Konferenz des Zehner-Klubs selbst für andere zahlungsbilanzschwache Länder als tolerabel erschien. Sie sollte also für die internationale Währungsordnung beruhigend wirken.
  
3. Ein weiteres Sonderproblem hat sich seit letzten November im Zusammenhang mit der DMark entwickelt. Ob die DMark unterbewertet ist, gilt als umstritten. Von der Schweiz aus gesehen, ist eine Unterbewertung kaum vorhanden. Im Grunde genommen geht es um etwas anderes, nämlich um die Frage, ob durch eine Aufwertung das Ansteigen der deutschen Preise gebremst werden könnte. Die Tendenz zum Preisanstieg entstand mit dem Beginn der konjunkturellen Ueberhitzung. Sie wurde sowohl durch eine hohe Exportzuwachsrate, die durch die Rezession gefördert wurde, als auch durch eine überdosierte innere Rezessionsbekämpfung ausgelöst. Die Quasi-Aufwertung von 4 % hat die Preisstabilität kaum gefördert. Sie kam eher einem Inflationsexport gleich.

Die Quasi-Aufwertung förderte den internationalen Preis-  
auftrieb, direkt und indirekt. Direkt dadurch, dass die  
deutschen Exportgüter teurer wurden. Indirekt dadurch, dass  
bei Gütern, bei denen die deutschen Exporte eine massgebliche  
Rolle spielen und für die eine starke internationale Nachfrage  
besteht, die nichtdeutschen Lieferanten ihre Preise den höhe-  
ren deutschen Preisen anpassten. Man darf diese Wirkung auf  
viele internationale Güterpreise als Inflationsexport be-  
zeichnen, insbesondere nach Ländern, die ebenso konkurrenz-  
stark sind wie die Bundesrepublik, was z.B. für die Schweiz  
zutrifft. Diese internationale Stimulierung der Preishausse  
hat die konjunkturelle Ueberhitzung in den andern europäi-  
schen Ländern gefördert und damit deren Nachfrage nach  
deutschen Waren erst recht vermehrt. Ich verweise auf mein  
letztes Bankratreferat.

Das deutsche Problem steht insoweit mit den allgemeinen  
internationalen Währungsproblemen in Zusammenhang, als der  
deutsche Export besonders stark vom inflatorischen Nachfra-  
geüberhang in den USA profitierte. Auf die Dauer kann nicht  
jedem Lande zugemutet werden, dass es unbesehen die Konse-  
quenzen der amerikanischen Wirtschaftsentwicklung und des  
de facto-Dollarstandards trägt. Aufwertungen dürften unter  
dem Regime des de facto-Dollarstandards wahrscheinlich häufi-  
ger werden als unter dem Gold-Regime, da Goldverluste die  
USA zu energischeren Konjunkturdämpfungen zwangen.

### III. Die Stellung der Schweiz in den internationalen Finanzen

1. Die Probleme im Währungssektor haben für die Schweiz eine  
besonders grosse Bedeutung, denn sie ist proportional zu  
ihrer Bevölkerung das am meisten mit den internationalen  
Finanzströmen verflochtene Land.

Eine solche Feststellung scheint noch nicht sehr wesent-  
lich von dem abzuweichen, was für den Warenverkehr gesagt

werden kann.

Für die Schweizerische Nationalbank sind die Aufgaben und Risiken im Hinblick auf die bedeutende Stellung unserer Banken auf dem Euromarkt besonders gross. Sie gehen vor allem in drei Richtungen:

- a) Im Falle eines Misstrauens gegenüber dem Dollar muss sie damit rechnen, dass die von der Schweiz aus auf dem Euromarkt angelegten Mittel in die Schweiz zurückfliessen, d.h. die Dollars der Schweizerischen Nationalbank verkauft werden. Dies erhöht das Dollarrisiko der Nationalbank. Zudem würde sie von den Dollars verlierenden Notenbanken um Unterstützung mit all den damit verbundenen Risiken ersucht. Solange allerdings die DMark von den Deutschen selber als besonders aufwertungsträchtig betrachtet wird, liegt im Falle eines Misstrauens gegenüber dem Dollar die Hauptlast auf der Deutschen Bundesbank. Nach Normalisierung der deutschen Situation dürfte für uns dieser Puffer wegfallen, und wir könnten mit in der vordersten Risikofront stehen.
- b) Falls es zu einer neuen massiven DMark-Aufwertungsspekulation käme, so würden unsere Banken wahrscheinlich von ihren Gläubigern mit Aufträgen zu DMark-Käufen überschwemmt. Die Banken müssten dementsprechend Mittel aus dem Euromarkt zurückziehen. Es ist auch damit zu rechnen, dass ausländische Banken, die bei unseren Banken grosse Guthaben unterhalten, diese zur Finanzierung der DMark-Spekulation ihrer eigenen Kunden zurückziehen.

Durch die starke Konversion von Dollars in DMark könnte der Eurodollarmarkt so verknappert werden, dass sich die Rückzahlungen der Euromarkt-Schuldner unserer Banken verzögerten oder die Fälligkeiten nicht genügten, um den Mittelbedarf für die DMark-Ankäufe zu decken.

In einem solchen Falle müsste die Nationalbank Devisen und damit auch praktisch ihre einzige Einnahmequelle opfern,



um die Zahlungsfähigkeit unserer Banken aufrecht zu erhalten. Auch wäre dies dem Ansehen unserer Währung nicht sehr förderlich.

- c) Eine vermehrte Verwendung ausländischer Mittel in der Schweiz könnte die gegenwärtige Neigung zur inflatorischen Ueberhitzung in einer Weise steigern, dass sie im Ausland zu Misstrauen Anlass gäbe und die ausländischen Gelder unseren Banken entzogen würden. Es wäre fraglich, ob in einem solchen Falle die Banken ihre ausländischen Anlagen ebenso rasch liquidieren könnten wie die Rückzüge erfolgten. Auch in diesem Falle müsste die Nationalbank mit ihren Devisenreserven einspringen. Ein rapider Rückgang der offiziellen Reserven könnte aber das Misstrauen erst recht entfachen.

Vorbeugen ist besser als heilen, daher ist die Nationalbank bemüht, auch aus diesen besonderen Gründen im Hinblick auf die gegenwärtigen Ueberhitzungstendenzen eine restriktive Kreditpolitik zu führen, um übermässige inflatorische Entwicklungen zu bekämpfen.

#### IV. Zur monetären Politik der Schweiz

Wie Sie der Presse entnommen haben dürften, ist es gelungen, zwischen der Nationalbank und praktisch allen massgeblichen Banken einen Rahmenvertrag abzuschliessen, der der Nationalbank grosso modo jene Kompetenzen gibt, die der Entwurf zum Instrumentariumsgesetz enthielt.

Dieser Rahmenvertrag hat den Vorteil, dass er rascher verwirklicht werden konnte als der umstrittene Gesetzesvorschlag. Ob er sich bewähren wird, muss die Zukunft zeigen.

Im Hinblick auf die sich erneut ausbreitende Tendenz zur wirtschaftlichen Ueberhitzung, die von einer bereits sehr starken Expansion des Bankkredites gefördert und verstärkt wird, ist bereits ein erster Anwendungsbeschluss zur Beschränkung der

- 18 -

Kreditexpansion zustande gekommen. Ueber die Details und die Tragweite werden Sie durch eine Zustellung meines Referates vor dem Bankrat orientiert werden. Die Beschränkungen treffen vor allem die expansivste Gruppe, von der auch der grösste Teil der zusätzlichen Buchgeldschöpfung ausgeht, nämlich die Grossbanken. Ihre Kreditexpansion, die in der letzten Zeit zum Teil Zuwachsraten von über 20 % aufwies, wird auf höchstens 11 1/2 %, praktisch aber unter 11 % reduziert.

Man muss sich allerdings bewusst sein, dass eine Kreditzuwachsbeschränkung nur dann befriedigend funktioniert, wenn auch die disponiblen Mittel knapp sind. Dies ist heute im Hinblick auf die Anziehungskraft des Euromarktes der Fall. Würden Währungsspekulationen zu einem kräftigen Mittelzustrom nach der Schweiz führen, so wäre diese Kongruenz nicht mehr vorhanden. Man müsste mit Umgehungsoperationen rechnen, die die Wirkung der Kreditzuwachsbeschränkung sehr stark schmälern würden.

Frühere schweizerische Erfahrungen, die auch jüngst im Ausland wieder ihre Bestätigung gefunden haben, zeigen allerdings, dass ziemlich viel Zeit verstreicht, bis monetäre Massnahmen eine deutliche Wirkung entfalten. Immerhin erfolgte diesmal der Einsatz früher. Dies berechtigt zu etwas optimistischeren Erwartungen. Im Kreditsystem ist aber eine nicht zum vorneherein überschaubare Elastizität enthalten, die der Ueberhitzung immer noch einen gewissen Spielraum lässt. Wir haben daher vorgesehen, wenn nötig, die Kreditzuwachsraten nach Vorliegen einer halbjährlichen Erfahrung weiter zu reduzieren.

Wir dürfen auch damit rechnen, dass der Bund uns einige Unterstützung durch sein Finanzgebaren gewährt, doch geht sie kaum über eine marginale Bedeutung hinaus.

Mit dieser Kreditzuwachsbeschränkung hoffen wir, nicht nur unsere eigenen direkten Interessen zu wahren, sondern auch einen Beitrag an die internationale Inflationsbekämpfung zu leisten, denn wenn wir die Entwicklung ihrem freien Laufe über-

liessen, würden wir sehr bald einen Nachfrageüberhang in Form starker Einfuhrsteigerungen exportieren und damit auch unse-  
rerseits die internationale Inflationsneigung verstärken.

#### V. Stellungnahme zu einzelnen monetären Problemen

1. Die Ausführungen über die internationale Bedeutung der schweizerischen Banken dürften gezeigt haben, wie sehr die Schweiz an einer erfolgreichen Inflationsbekämpfung in den USA und der daraus zu erwartenden dauernden Stärkung des Dollars interessiert ist.

Wir nehmen die aus diesem Kampf resultierenden hohen Zinssätze auf dem Eurodollarmarkt im Gegensatz zu den meisten andern europäischen Ländern ohne Proteste in Kauf. Dies, obwohl diese Zinshausse immer deutlicher auch die Zinsverhältnisse in der Schweiz beeinflusst.

In der Schweiz kommt die Zinshausse am spektakulärsten auf dem Geldmarkt zum Ausdruck. Sie hat die Debitorenzinsen und den privaten Diskontsatz nur wenig gehoben. Auf dem Obligationenmarkt dagegen ist die Durchschnittsrendite für Bundesobligationen vom Dezember 1968 bis Ende August 1969 von 4.33 auf 5.2. % gestiegen, für kantonale Obligationen von 4.66 auf 5.6 %. Kürzlich mussten auch die Maximalsätze für Kassaobligationen der Grossbanken und Kantonalbanken von 5 auf 5 1/4 % gehoben werden. Dies wird auch eine Erhöhung der Hypothekarzinsen nach sich ziehen. Diese Zinshausse war allerdings bisher geringer als im Ausland. Im Hinblick auf die gegenwärtige Neigung zur konjunkturellen Ueberhitzung wirkt aber die Zinshausse tendenziell in der richtigen Richtung, obwohl gerade die amerikanische Erfahrung zeigt, dass bei steigenden Inflationserwartungen Zinserhöhungen nur eine relativ geringe konjunkturelle Bremswirkung ausüben.

2. Aus dem bisher Gesagten lässt sich auch schliessen, wie wenig erfreulich für uns eine weitere und diesmal de jure-Aufwertung der DMark wäre. Sie würde den Schweizerfranken, der in den Augen Vieler ebenso gut ist wie die DMark, stark exponieren. Er könnte zum nächsten Spekulationsopfer werden. Ein daraus resultierender Mittelzufluss würde die Erfolgsaussichten unserer Konjunkturdämpfungsbemühungen stark vermindern.

Die in vielen Kreisen lebendig gebliebene Hoffnung auf eine DMark-Aufwertung hat den Auslandsektor unseres Obligationenmarktes stark beeinflusst.

In der Bundesrepublik wurde in den letzten anderthalb Jahren ein grosses Volumen an Obligationen ausländischer Schuldner zur Zeichnung aufgelegt zu Zinssätzen, die weit höher sind als was in der Schweiz üblich ist. Viele der bisherigen Interessenten für ähnliche, auf Schweizerfranken lautende Obligationen glauben, mit der Zeichnung einer höher verzinslichen DMark-Obligation sei auch noch eine Aufwertungsgewinn-Chance verbunden. Solche DMark-Anleihen gelten daher als interessanter als jene, die in der Schweiz aufgelegt werden. Es scheint, dass mindestens 30 - 40 % des stark angeschwellenen deutschen Emissionsvolumens von der Schweiz aus gezeichnet wurden. In der Schweiz mussten daher sukzessive die Zinssätze für Auslandsobligationen von 5 1/4 auf 6 % und darüber gehoben und zugleich das Emissionsvolumen für solche Anleihen stark vermindert werden.

Solange nicht in der einen oder andern Weise die Ruhe um die DMark zurückkehrt, wird der Auslandsektor des schweizerischen Kapitalmarktes unter dem Einfluss deutscher Emissionen stehen, d.h. weit weniger ergiebig sein als im letzten Jahr.

Ein typisches Beispiel ist die letzte Anleihe der Weltbank vom November 1968, die damals mit  $5 \frac{3}{4} \%$  Verzinsung und zu pari aufgelegt wurde. Wegen späterer viel höher verzinslicher zahlreicher Emissionen in Deutschland ist der Kurs dieser Weltbankanleihe auf 90 - 91 % gesunken. Solche Renditeerhöhungen für Auslandsanleihen beeinflussen natürlich auch die Kurse für inländische Obligationen und damit die Bedingungen für Neuemissionen.

3. Im Hinblick auf die gewaltigen Geldmassen, die die Schweiz verwaltet und notgedrungen im Ausland plazieren muss, sind wir an möglichst stabilen Wechselkursen interessiert. Wir stehen daher den Plänen, ein System der "crawling pegs" oder gar frei schwankende Wechselkurse einzuführen, ablehnend gegenüber. Die Ablehnung richtet sich aber nicht gegen wirklich notwendige Wechselkurskorrekturen, vor allem im Sinne von Abwertungen. Sie sollen u.E. jeweils möglichst rasch vorgenommen werden, wenn sie einer wirklichen Notwendigkeit entsprechen. Dementsprechend würde sich dann auch das Risiko von Aufwertungsspekulationen vermindern.

Das heutige System grundsätzlich stabiler Währungsparitäten lässt sich aber auf die Dauer nur aufrechterhalten, wenn es den Amerikanern als Verwalter der Schlüssel- und Reservewährung gelingt, die Inflation endlich erfolgreich zu bekämpfen und ihre Zahlungsbilanz in absehbarer Zeit dem Ausgleich nahe zu bringen.

Der grosse Vorteil grundsätzlich fixer Paritäten liegt in der internationalen Kostentransparenz und im Kostengleichschritt. Unter dem System fixer Paritäten können die nationalen Kosten verglichen und die internationale Arbeitsteilung mit den damit verbundenen grossen Investitionen entsprechend organisiert werden. Man weiss auch, dass sich die Kosten in den einzelnen Ländern auf mittlere Frist in ähnlicher Weise entwickeln müssen. Dies ist besonders für ein kleines Land,

das stark auf den **Export** angewiesen ist, von grosser Bedeutung.

Bei variablen Wechselkursen dürften diese Transparenz und der Kostengleichschritt weitgehend dahinfliegen.

Insbesondere sind auch die Wirkungen auf die Geldbewegungen im Hinblick auf den riesigen Umfang an kurzfristigen Eurogeldmarktmitteln und die Rolle, die die Schweiz auf diesem Markt spielt, nicht übersehbar.

4. Ich glaube, dass von der Schweiz aus die Schaffung der "Special drawing rights" an sich zu begrüssen ist. Sie dürfen aber nicht zur Verstärkung der inflatorischen Tendenzen führen sonst richten sie mehr Schaden an als sie Nutzen stiften. Die Schweiz ist noch nicht Mitglied des Internationalen Währungsfonds. Sie wird daher auch keine "Special drawing rights" gratis und franko zugeteilt erhalten. Es werden ihr aber wahrscheinlich solche an Zahlungsstatt angeboten werden, die sie, wenn ihr dies genehm ist, statt Dollars annehmen kann. Eine Verpflichtung dazu haben wir nicht. Die Bedeutung des Internationalen Währungsfonds hat in letzter Zeit derart zugenommen, dass der Beitritt der Schweiz wahrscheinlich nurmehr eine Frage der Zeit ist. Einen Zeitplan hierfür anzugeben ist aber heute noch nicht möglich.
-