

anu.

IV

" M o n e t ä r e P r o b l e m e "

Schriftliche Einleitung zum mündlichen Exposé
von Dr. E. Stopper

für die Botschaftertagung vom 1. September 1971

(Geschrieben vor der Aufhebung der
Gold-Konvertibilität des amerikanischen Dollars)

I. Grundlegende Aenderungen im Währungssystem

1. Solange die Knappheit des Goldes der nationalen und internationalen Geldschöpfung Grenzen setzte, war die Inflationsgefahr nur gering. Wenn ein Land zuviel Geld schuf, wurde seine Zahlungsbilanz passiv. Es verlor Gold, und damit verminderten sich die Mittel, die internationale Zahlungsfähigkeit aufrecht zu erhalten. Um zu grosse Goldverluste zu vermeiden, wurde deflationiert, und sofern dies nicht genügte, abgewertet. Bei diesem Vorgehen blieben die Konsequenzen einer nationalen Inflation zur Hauptsache auf das inflationierende Land beschränkt, d.h. die Inflation liess sich nur in geringem Ausmasse exportieren.

2. Ein Land, das unter diesem Regime die feste Parität seiner Währung zum Gold über lange Zeiträume unverändert halten konnte, bewies, dass es das erreichbare Höchstmass an äusserer Währungsstabilität und an Erhaltung der inneren Kaufkraft des Geldes verwirklicht hatte. Die Geldpolitik konzentrierte sich daher auf Massnahmen, die auf die Verteidigung der Parität ausgerichtet waren. Paritätsänderungen waren darum höchstens im Sinne einer Abwertung denkbar, wenn die Geldpolitik versagt hatte.

3. Der Schweizerfranken wies während seiner ganzen Geschichte nur eine einzige Abwertung gegenüber dem Gold auf. Die Abwertung von 1936 kam im Endeffekt einer Aufwertung gegen-



über den massgeblichen Währungen gleich, da diese im Laufe der dreissiger Jahre gegenüber dem Gold stärker abgewertet hatten als wir.

Dieser historische Hintergrund erklärt, warum Aufwertungen der Schweiz -- zum Glück, möchte ich sagen -- nicht sehr beliebt sind.

4. Die strengen Vorurteile der Aufwertung vom 10. Mai realisieren allerdings nicht genügend, dass die Geldschöpfung sowohl national als international nicht mehr durch die Knappheit des Goldes begrenzt wird. Der Dollar hat das Gold als Grundlage des internationalen Währungssystems und damit der Geldschöpfung verdrängt. Die Dollardisponibilitäten der Welt sind überreichlich. Ihr Umfang hängt weitgehend von der amerikanischen Innen- und Aussenpolitik ab.

Das Gold gab dem internationalen Währungssystem eine unpolitische Basis. Der Dollarstandard macht das System zu einem Satelliten der U.S.A., d.h. unterwirft es den wirtschaftlichen Einflüssen, die von der amerikanischen Politik ausgehen. Auf dem monetären Gebiet ist somit eine ähnliche Abhängigkeit von den U.S.A. entstanden wie auf dem militärischen.

5. Solange die Dollardisponibilitäten ausserhalb der U.S.A. knapp blieben und die U.S.A. in der Lage waren, übermässige Dollardisponibilitäten der restlichen Welt durch eine flexible Zahlungsbilanzpolitik zu resorbieren, blieben die einem solchen System innewohnenden Inflationsgefahren gering.

Seit Ende der fünfziger Jahre begannen allerdings der ausseramerikanischen Welt zuviele Dollarguthaben anzufallen. Die U.S.A. waren trotz vielfältiger Anläufe nicht mehr in der Lage, ihre Zahlungsbilanz gemäss den Erfordernissen eines

inflationstfrei funktionierenden internationalen Währungs-systems zu regulieren.

Viele Notenbanken versuchten zwar, durch die Umwandlung von Dollars in Gold die Amerikaner zu einem besseren Ausgleich der Zahlungsbilanz zu veranlassen. Diese Bemühungen waren nicht genügend erfolgreich.

Nachdem die amerikanischen Goldreserven einen tiefen Stand erreicht hatten, mussten die Notenbanken weitgehend auf Goldkonversionen verzichten, da sie keine formelle Aufhebung der Goldkonvertibilität des Dollars provozieren wollten. Dies bedeutete aber praktisch die Akzeptierung eines de facto Dollarstandards.

In den letzten Jahren hat das amerikanische Zahlungsbilanzdefizit immer mehr zugenommen, und damit erweiterte sich der internationale Spielraum für die Inflation.

6. Die Aufrechterhaltung einer unveränderlichen Goldparität hat nur noch technisch mit Gold zu tun, bedeutet aber in Wirklichkeit nur mehr die unveränderliche Aufrechterhaltung der Parität zum Dollar.

Seit die Dollardisponibilitäten als Geldschöpfungsbasis überreichlich vorhanden sind, bedeutet die äussere Währungsstabilität nicht mehr zugleich auch innere Kaufkraftstabilität.

Der Begriff "Währungsstabilität" ist unter dem Dollarstandard zwiespältig geworden, und aus diesem Zwiespalt ist der Gedanke an Aufwertungen geboren worden. Dieser Zwiespalt wird von vielen zu wenig beachtet.

7. Dass es den Vereinigten Staaten trotz vielfältigen Versuchen nicht mehr gelang, ihr Zahlungsbilanzdefizit zu meistern,

mag erstaunen. Es erreicht nicht einmal einen Prozent des amerikanischen Bruttosozialproduktes. Die gesamte amerikanische Vermögensbilanz gegenüber dem Ausland weist einen hohen Aktivsaldo auf. Die amerikanische Wirtschaft ist zweifellos nach wie vor die stärkste der Welt. Die Inflationsrate war in den letzten zwanzig Jahren, selbst unter Einschluss der seit einigen Jahren verstärkten Inflation, insgesamt kleiner als in Europa.

Die Ursache des Unvermögens muss also in strukturellen Aenderungen liegen.

Es wird oft vergessen, dass der Dollar in den letzten 25 Jahren durch wiederholte Abwertungen, die mit Ausnahme des Schweizerfrankens alle andern Währungen erfasste, indirekt aufgewertet wurde. Dies hat das Kostenniveau der U.S.A. trotz einer im langjährigen Durchschnitt niedrigen Inflationsrate in den letzten 25 Jahren sukzessive erhöht.

Dies dürfte teilweise auch erklären, warum seit der Inflationsverstärkung in den U.S.A. die amerikanische Industrie die ausländische Importkonkurrenz stärker spürt.

Die Exportmöglichkeiten wurden nicht nur von der Kostenseite her beeinträchtigt.

Es war insbesondere auch die wirtschaftliche Blockbildung in Europa, in Verbindung mit dem dortigen niedrigeren Lohnniveau, die die amerikanische Wirtschaft veranlasste, einen namhaften Teil ihrer Produktion nach Europa zu verlagern. Die betreffenden Güter und Leistungen werden nunmehr von den amerikanischen Firmen von Europa aus und nicht mehr aus den U.S.A. geliefert. Amerikanische deflatorische Massnahmen vermögen daher den amerikanischen Export offenbar nur wenig zu steigern.

Aus den Tochterbetrieben in Europa dürften allerdings

bedeutende Erträgnisse anfallen. Vorderhand werden sie offenbar weitgehend zur Expansion der europäischen Niederlassungen und zu ihrer finanziellen Konsolidierung verwendet.

Der früher 5 - 6 Milliarden Dollar betragende Ueberschuss der Handelsbilanz, aus dem der Hauptteil der Auslandsausgaben politischer und militärischer Natur gedeckt werden konnte, ist praktisch verschwunden.

Dies bedeutet, dass die Nachfrage nach realen Leistungen anderer Länder entsprechend gestiegen ist, und diese mehr Dollarguthaben akkumulieren.

Dass die amerikanische Handelsbilanz sich auch während der jüngsten Zeit der grossen Arbeitslosigkeit und der ungenutzten Produktionskapazitäten in den U.S.A. nicht entscheidend verbesserte, dürfte deutlich für die strukturelle Natur des Problems sprechen. Dies ist auch der Grund, warum kürzlich selbst aus Kongresskreisen eine Dollarabwertung empfohlen wurde.

Eine solche wäre aber nur sehr schwer zu bewerkstelligen, da sie voraussetzt, dass die meisten Industrieländer ihren Wechselkurs nicht ändern würden. Eine solche Vereinbarung wäre nicht leicht zu erzielen.

Wahrscheinlich würde sich auf der Importseite die Handelsbilanz verbessern, dagegen wäre auf absehbare Zeit auf der Exportseite nur wenig Positives zu erwarten.

Die Regierung lehnt eine Dollarabwertung ab, empfiehlt aber den währungsstarken Ländern, aufzuwerten, und die U.S.A. vermehrt von den finanziellen Konsequenzen der äusseren politischen und militärischen Aufwendungen zu entlasten. Zugleich hofft man, dass die sich in Europa beschleunigende Kostenhausse zum Ausgleich beitragen werde.

Im Interesse der Funktionsfähigkeit des internationalen Währungssystems und der Inflationsbekämpfung wäre tatsächlich eine finanzielle Entlastung der U.S.A. von äusseren Aufwendungen durch Budgetleistungen anderer Länder wünschenswert. Ansonst erfolgt das "burden-sharing" einseitig zu Lasten der Länder mit überdurchschnittlicher Währungsdisziplin in Form der Ansammlung von Dollarguthaben.

II. Allgemeines zum Eurodollarmarkt

1. Die Dollardisponibilitäten sind allerdings nicht nur durch das wachsende amerikanische Zahlungsbilanzdefizit überreichlich vermehrt, sondern durch den Eurodollarmarkt noch multipliziert worden.
2. Der Eurodollarmarkt ist ein kurz- bis mittelfristiger Markt für Dollarausleihungen, der sich ausserhalb der Vereinigten Staaten, vornehmlich in London, aber auch an andern Plätzen wie insbesondere Zürich abwickelt.

Er begann damit, dass es europäische Banken lohnend fanden, ihre Dollarguthaben in den Vereinigten Staaten direkt an Gross-Schuldner auszuleihen. Sie taten dies zu niedrigeren Zinssätzen als die amerikanischen Banken. Es blieb ihnen aber immer noch ein höherer Zins als derjenige, der die amerikanischen Banken vergütet hätten.

3. Der Eurodollarmarkt empfängt sein Grundaliment aus den Dollarguthaben, die der Welt aus dem amerikanischen Zahlungsbilanzdefizit anfallen.

1964 wurde das Marktvolumen auf etwa 9 Milliarden Dollar, Ende 1970 aber bereits auf 40 - 50 Milliarden Dollar geschätzt. Die Zunahme ist wesentlich grösser als das, was

dem Eurodollarmarkt aus dem Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz zugeflossen ist. Die Erklärung liegt darin, dass die auf diesem Markt massgeblich tätigen Banken - ähnlich wie ein nationales Bankensystem - auf Dollars lautendes Buchgeld schaffen können.

4. Das Marktvolumen wuchs sprunghaft, als die Amerikaner aus Zahlungsbilanzgründen die Gewährung von Bankkrediten und Anleihen an das Ausland einschränkten und auch den Spielraum der amerikanischen Muttergesellschaften für die Finanzierung ihrer Niederlassungen im Ausland stark einengten. Eine grosse, bisher in den U.S.A. befriedigte Kreditnachfrage wandte sich dem freien, durch keine Restriktionen eingeengten Eurodollarmarkt zu. Da die Konkurrenz der amerikanischen Banken wegfiel, konnten nunmehr die Zinssätze auf diesem Markt über das amerikanische Niveau für Bankkredite steigen.

Die hohe Rendite der Anlagen zog die der übrigen Welt aus dem amerikanischen Zahlungsbilanzdefizit anfallenden Dollars in zunehmendem Masse auf den Eurodollarmarkt. Als Sammel- und Ausleihstellen fungierten die international tätigen Grossbanken. Abgesehen von Zeiten der Währungsunruhen wurden Dollars in den Gläubigerländern immer spärlicher den Notenbanken angeboten. Sie wurden vorerst zu einem wesentlichen Teil den sich stark vermehrenden und expandierenden Produktionsbetrieben der amerikanischen Konzerne in Europa ausgeliehen.

Die amerikanische Wirtschaft konnte also einen grossen Teil ihrer Expansion im Ausland aus dem amerikanischen Zahlungsbilanzdefizit finanzieren. Nur ein Land, dessen Währung vom Ausland unbeschränkt angenommen und als internationales Geld verwendet wird, kann seine Auslandschulden zurückborgen und damit nochmals im Ausland Aktiven erwerben.

Dieser Tatbestand schuf in einigen Ländern ein wachsendes Malaise und ist mit ein Grund, warum Pläne entwickelt wurden, die den Dollar sukzessive aus seiner Reservewährungsfunktion verdrängen sollen.

Zum mindesten darf festgestellt werden, dass die U.S.A. in solchen Vorteilen auch eine gewisse Kompensation für ihre mannigfaltigen Aufwendungen zum Schutze der westlichen Welt finden. Dies zeigt aber auch eine weitere Schwäche eines nicht mehr auf dem Gold, sondern auf einer einzigen nationalen Währung basierenden internationalen Währungssystems.

5. Die amerikanischen Banken wollten trotz den ihnen aus Zahlungsbilanzgründen auferlegten Beschränkungen das in der Finanzierung amerikanischer Betriebe im Ausland liegende Geschäft nicht verlieren. Sie überwandten die amerikanischen Kapitalexporthemmnisse dadurch, dass sie in Europa ein bedeutendes Filialnetz zur Aufnahme und Ausleihung von Eurodollars schufen, das bald zum wichtigsten Marktfaktor wurde. Dem Export amerikanischer Produktionstätigkeit nach Europa folgte also auch ein entsprechender Export amerikanischer Banktätigkeit.
6. Einen weiteren zusätzlichen Impuls erfuhr der Eurodollarmarkt durch die restriktive amerikanische Geldpolitik. Die amerikanischen Grossbanken gerieten von 1968 bis zum Frühjahr 1970 einerseits wegen der grossen inländischen Kreditnachfrage und andererseits wegen der ihnen auferlegten Verstärkung der Mindestreserven und der den Mittelzufluss hemmenden, behördlich festgesetzten Höchstzinsen für Depositen in eine Liquiditätsklemme. Da Geldaufnahmen durch Auslandfilialen keinen Zinsbeschränkungen und vorerst auch keiner Mindestreservepflicht unterlagen, zogen die amerikanischen Banken über ihre europäischen Filialen möglichst viele Eurodollars

an sich. Dieses Werben um Eurodollars trieb die Zinssätze für kurzfristige Gelder zeitweise auf über 12 %.

7. Während dieser Periode verlegten die europäischen Banken, soweit immer möglich, ihre sonst in nationalem Geld gehaltenen Liquiditätsreserven auf den Eurodollarmarkt. Sie beschafften sich diese Dollars zulasten der offiziellen Währungsreserven der Notenbanken. Die meisten Notenbanken reagierten darauf mit massiven Diskontsatzserhöhungen. Dies erleichterte ihnen zugleich, die damals beginnende Konjunkturüberhitzung durch eine restriktive Geldpolitik zu bekämpfen.

Selbst Notenbanken verlegten aus Ertragsgründen einen Teil ihrer normalerweise in den U.S.A. angelegten Dollar-disponibilitäten auf den Euromarkt.

Sukzessive investierten immer mehr nicht zur Bankenkategorie gehörende Anleger mittel- und langfristige Gelder in kurzfristige Euromarktanlagen, da sich dabei eine höhere Rendite als auf den Kapitalmärkten erzielen liess.

Das wachsende Marktvolumen intensivierte die Zusammenarbeit zwischen den am Euromarktgeschäft tätigen Banken in einer Weise, dass sich ihr Potential zur Eurodollar-Geldschöpfung erweiterte.

Der diesbezügliche Mechanismus ist im Referat vor der Generalversammlung der Nationalbank im letzten April schematisch dargestellt worden.

8. Sukzessive entstand eine für europäische Verhältnisse gewaltige Masse an formell kurzfristig angelegten Mitteln, die sich, abgesehen von spekulativen Zwischenspielen, dorthin wandte, wo die höchsten Zinserträge erzielt werden konnten.

Dies schien die restriktive Geldpolitik der europäischen Länder vorerst nicht zu stören, denn ein Grossteil der Mittel wurde zu hohen Zinssätzen von den amerikanischen Grossbanken absorbiert. Dieser Zustand konnte aber nur solange anhalten, als die Geldpolitik auch in den U.S.A. restriktiv blieb.

9. Diese Gegenläufigkeit setzte während des Jahres 1970 ein.

Die U.S.A. lockerten vorerst ihre Geldpolitik und gestalteten sie schliesslich sogar ausgesprochen expansiv, um die amerikanische Konjunktur anzukurbeln.

Dies gestattete den amerikanischen Banken, ihre teuren Euromarktverpflichtungen zurückzuzahlen.

Das Angebot an Eurodollars wuchs und die Zinssätze fielen rapid.

Sobald die Zinssätze das Niveau jener Länder unterschritten, die die Inflation vornehmlich mit Instrumenten der Kreditverteuerung bekämpften, flossen die Eurodollars dorthin. Dies verminderte die Wirkung monetärer Restriktionsmassnahmen.

10. Diese Ausführungen dürften gezeigt haben, dass die Ersetzung des Goldes durch den Dollar zu einem Währungssystem geführt hat, das

- (1) die Bedeutung der Paritätsstabilität geändert hat;
- (2) den internationalen Spielraum für die Inflation wesentlich ausweitet;
- (3) die Möglichkeit, mit nationalen monetären Restriktionen eine antiinflationäre Politik zu betreiben, entscheidend einschränkt, besonders wenn die amerikanische Konjunktur-entwicklung gegenläufig ist;

- (4) den Vereinigten Staaten ermöglicht, die realen Ressourcen anderer Länder zur Erfüllung der grossen amerikanischen äusseren Lasten auf inflatorischem Wege heranzuziehen;
 - (5) der amerikanischen Wirtschaft erleichtert, ihre Expansion im Ausland zu vollziehen;
 - (6) der amerikanischen Regierung es sehr erschwert, strukturelle Ungleichgewichte zu beseitigen.
11. In diesen Faktoren liegt auch eine teilweise Erklärung, warum die EWG von neuem versuchen wird, den äusserst steinigem Weg der Währungsunion zu beschreiten, obwohl es an sich für solche Anstrengungen noch zu früh ist.

III. Der Einfluss des Euromarktes auf die Schweiz bis vor dem Eintreten der kürzlichen Krise

1. Es dürfte Ihnen bekannt sein, dass die schweizerischen Grossbanken, aber auch die schweizerischen Niederlassungen ausländischer Gross-Institute, eine bedeutende Rolle auf dem Euromarkt spielen. Ihr Anteil am Marktvolumen wurde per Ende 1970 auf ungefähr einen Viertel geschätzt.
2. Der Beginn der konjunkturellen Ueberhitzung in der Schweiz fiel mit dem starken Ansteigen der Euromarktsätze zusammen. Man hätte daher annehmen dürfen, dass die Marktkräfte die Banken zu einer restriktiven Kreditpolitik veranlasst hätten. Dies war aber vorerst nicht der Fall.

Unsere Banken reduzierten zwar ihre inländische Kassa-liquidität auf ein Minimum, um möglichst viele Gelder

auf dem Eurodollarmarkt anzulegen. Dies verhinderte sie aber nicht, ihr inländisches Kreditvolumen kräftig auszuweiten. Bei den Grossbanken verdoppelte und verdreifachte sich der inländische Kreditzuwachs, obwohl die im Inland erzielbaren Zinssätze nur halb so hoch waren wie diejenigen des Euromarktes.

Eine solche Politik war nur deshalb möglich, weil einerseits die Banken die kurzfristigen Euromarktanlagen wie Kassadisponibilitäten betrachteten, und andererseits die Grosszahl der inländischen Geldgeber sich vorerst noch mit im internationalen Vergleich tiefen inländischen Zinsvergütungen begnügte. Dabei spielte auch der Konkurrenzkampf um den inländischen Kreditmarkt eine bedeutende Rolle.

3. Die Nationalbank musste daher die Kreditexpansion künstlich bremsen. Sie stützte sich auf Instrumente, die möglichst wenig zur Zinshausse beitrugen, d.h. eher den Abfluss als den Zufluss von Geldern begünstigten.
4. Die klassischen Mittel der Geldpolitik, wie Diskontpolitik, Offenmarktpolitik und Mindestguthaben, die uns von der Wirtschaft und der Wissenschaft anlässlich der Vernehmlassung zum Instrumentariumsentwurf als einzige vertretbare Massnahmen empfohlen wurden, kamen daher nicht in Frage.
5. Die Nationalbank musste vielmehr mit früher als dirigistisch verurteilten Mitteln operieren, wie
 - a) der quantitativen Begrenzung der Zunahme des Volumens an Bankkrediten,
 - b) der Begrenzung des Volumens öffentlicher Anleihen für inländische Verwendungszwecke,

- c) einer Zinspolitik, die die Sätze tiefer hielt als diejenigen des Eurodollarmarktes und der ausländischen Anleihensmärkte, aber nicht zu einer permanenten künstlichen Verflüssigung des Marktes führte.
6. Sie setzte daher bei den Banken auf Grund der seit dem 1. September 1969 bestehenden Rahmen-Vereinbarung durch, dass ab 1. August 1969 der Kreditzuwachs in zwei Etappen auf einen Prozentsatz zurückgeführt werde, der ungefähr der Höhe entsprach, wie sie in Zeiten einer ausgeglichenen Konjunktursituation üblich war.
7. Die quantitative Begrenzung des Kreditzuwachses verfolgte zwei Zwecke:
- (1) Die bereits erwähnte Rückführung der inländischen Kreditexpansion auf ein normales Niveau.
 - (2) Damit sollte zugleich auch die künftige Nachfrage nach Kapitalmarktmitteln zur Konsolidierung solcher Investitionskredite niedriger gehalten werden, da erfahrungsgemäss gerade grosse Konsolidierungsansprüche das Zinsniveau am stärksten in die Höhe treiben.
8. In Zusammenarbeit mit den Banken wurde das Volumen für neue inländische Anleihsmissionen beschränkt. Auch hier wurde ein doppelter Zweck verfolgt:
- Man wollte verhindern, dass die Begrenzung des Kreditzuwachses durch ein massives Ausweichen auf Anleihsmissionen umgangen werden konnte. Zugleich war man bestrebt, das Emissionsvolumen so zu dosieren, dass es sich vom Markte ohne übermässige Zinssteigerung absorbieren liess.
9. Dem Ziel der Aufrechterhaltung des Zinsgefälles zum Euromarkt und damit der Anziehungskraft dieses Marktes, diente ferner folgendes Verhalten:

- a) Der die Zinsgestaltung im Bankgewerbe stark beeinflussende Zinssatz für mittelfristige Kassaobligationen der Banken wurde nur schleppend der Markttendenz angepasst.
- b) Dafür ermöglichte die Nationalbank den Banken, den jeweils auf Monats-, Quartals- und Jahresende erhöhten kurzfristigen, aber den Konjunkturverlauf wenig beeinflussenden Bedarf an Barmitteln bei ihr billig einzudecken, so dass die Banken ihre permanente inländische Kassahaltung klein und ihre Euromarktanlagen hoch halten konnten. Dies verbesserte die Ertragslage der Banken und erleichterte es ihnen, die inländischen Zinsforderungen niedriger zu halten.
10. Die Zinshausse wurde prononcierter, als die Nichtbanken in wachsendem Umfange mittel- und langfristige Gelder auf dem Eurodollarmarkt anlegten. Es blieb aber trotzdem ein beachtliches Zinsgefälle zum Ausland und zu den ausländischen Kapitalmärkten aufrecht erhalten.
11. Der nunmehr spärlicher gewordene Zufluss an mittel- und langfristigen Inlandgeldern zwang die Banken nicht nur zur Erhöhung der Passiv- und Aktivzinssätze, sondern auch zu einer über die Erfordernisse der Kreditwachstumsbeschränkung hinausgehenden Zurückhaltung, insbesondere bei der Gewährung neuer Investitionskredite, die später mit langfristigen Geldern konsolidiert werden müssen. Zugleich nahm die Ergiebigkeit des Kapitalmarktes ab, und das zugelassene Emissionsvolumen wurde entsprechend herabgesetzt. Alle Anzeichen deuteten nun auf eine Verflachung der marktwirksamen inländischen Investitionsnachfrage und damit auf eine inländische Konjunkturberuhigung hin.
12. Bevor sich diese Tendenzen auswirken konnten, begann der Rückstrom von Eurodollars aus den U.S.A. und das rapide Fallen der Euromarktinsen.

13. Von der Schweiz aus wurden vor allem von Nichtbanken Gelder mittel- und langfristiger Natur aus dem Eurodollarmarkt zurückgezogen und Kapitalanlagen zugeführt.
14. Vorerst wurde aber nur ein Bruchteil dieser Rückzüge in schweizerische Anlagewerte investiert, da sich dank dem Zinsgefälle auf Kapitalanlagen im Ausland höhere Erträge erzielen liessen. Der Grossteil der Mittel floss nach der Bundesrepublik und den Niederlanden.

Der in der Schweiz anlagesuchende Bruchteil genügte aber, um das Kapitalangebot beträchtlich anschwellen zu lassen. Die Banken konnten dank dem reichlicheren Mittelzufluss ihre Kreditwachstumsraten voll ausnützen und scheuten auch weniger davor zurück, Investitionskredite in Hypothekenform zu konsolidieren. Ferner begannen Nichtbanken in vermehrtem Ausmass, Mittel direkt an inländische Schuldner auszuleihen.

Um die Entwicklung eines grauen Emissionsmarktes zu behindern, musste das offiziell zugelassene Emissionsvolumen für den Kapitalmarkt wesentlich erhöht werden. Ein Teil des bisher unbefriedigten Kreditbedarfes konnte sich nun auf diesem Markt eindecken. Die zusätzlichen Kapitalmarkt-emissionen gestatteten zudem Kreditablösungen. Dies schaffte innerhalb der Kreditwachstumsquoten vermehrten Spielraum für neue Kredite.

15. Damit drohte die Wirkung der bisherigen Restriktionsmassnahmen zunehmend unterwandert zu werden.

Die Nationalbank versuchte zwar, dieser Unterwanderung mit begrenztem Erfolg dadurch entgegenzuwirken, dass sie den Bund veranlasste, auf dem Anleihswege mehr Mittel abzuschöpfen als seinem Bedarf entsprach. Zudem wurden das

Programm für die Emission von langfristigen Frankenanleihen ausländischer Schuldner grosszügig erweitert und die Bedingungen für die Plazierung von auf Franken lautenden mittelfristigen Notes ausländischer Schuldner erleichtert.

16. Diese Hinweise dürften zeigen, wie prekär das einseitige Abstützen der antiinflationistischen Politik auf den Geldsektor auch in der Schweiz war, obwohl wir uns durch die Aufrechterhaltung eines Zinsgefälles zu schützen suchten und mit unserer Geldpolitik zweifellos bessere Resultate als beispielsweise die Bundesrepublik erzielten.

IV. Das von uns geplante Abwehrdispositiv

1. Die Nationalbank war sich schon sehr früh bewusst, dass die eines Tages zu erwartende Rückflut von Eurodollars aus den Vereinigten Staaten zu Schwierigkeiten führen werde. Sie versuchte, sich darauf vorzubereiten.
2. Insbesondere legte sie dem Bundesrat seit langem nahe, dem Parlament einen dringlichen Bundesbeschluss zur Beschränkung der marktwirksamen Baunachfrage, einschliesslich einer Prioritätsordnung, vorzuschlagen. Ein solcher Beschluss wäre aus allgemeinen konjunkturellen Gründen schon seit zwei Jahren notwendig gewesen. Nun aber sollte er insbesondere verhindern, dass aus dem Euromarkt zurückfliessende Anlagemittel den Weg in den inflatorisch gefährlichsten Sektor finden könnten.
3. Sehr früh luden wir auch die Banken zu einem Abkommen ein, das wenigstens die Verwendung allfälliger massiver Mittelzuflüsse durch die Banken selbst einschränken sollte. Die Verhandlungen führten nicht zum Ziele.

Immerhin liessen die Banken durchblicken, dass sie nach eingetretenem Notfalle erneut zum Gespräch bereit wären.

4. Während Monaten drängten wir zusammen mit andern Notenbanken darauf, dass durch eine gemeinsame Aktion der amerikanischen und der europäischen Währungsbehörden Massnahmen zur Abschöpfung von liquiden Eurodollars unternommen würden, um das Angebot an solchen zu verknappen.
5. In Uebereinstimmung mit allen massgeblichen Notenbanken glaubte die Nationalbank, auch annehmen zu dürfen, dass kein europäisches Land in dieser Spätphase der Konjunktur sich mit wechselkurspolitischen Massnahmen, sondern ausschliesslich mit gesetzlichen oder administrativen Restriktionen gegen unerwünschte Geldzuflüsse verteidigen würde.
6. Die Krise trat in ihr akutes Stadium, bevor die Abwehrrüstung genügend fortgeschritten war.
 - a) Die Geneigtheit zu Eingriffen in den Baumarkt erschien trotz den zu erwartenden politischen Widerständen zwar unmittelbar vor der Krise grösser geworden zu sein, doch waren Inhalt und Zeitpunkt eines solchen Beschlusses immer noch kontrovers.
 - b) Die Pläne für die Austrocknung des Euromarktes machten nur langsame Fortschritte.
 - c) Die deutschen wechselkurspolitischen Massnahmen stellten im Hinblick auf die vorherige Annahme des Werner-Planes selbst für die Bundesbank eine grosse Ueberraschung dar.

V. Die Entwicklung, die zur Aufwertung des Frankens führte

1. Dass die Krise von der Bundesrepublik ausging, erklärt sich dadurch, dass sich die aus den U.S.A. zurückfliessenden Gelder vor allem diesem Land zuwandten, weil es eine monetäre Politik betrieb, die in hohen Zinssätzen resultierte. Diese deutsche Politik wirkte für uns während längerer Zeit als ein Schutzschild. Unter dem Einfluss des grossen Dollarzustroms wurde aber die deutsche monetäre Restriktionspolitik wirkungslos. Dies wog um so schwerer, als sich dieses Land vorrangig zur inneren monetären Kaufkraftstabilität bekannte.
2. Entgegen der Meinung der Bundesbank und der EWG beschränkte sich die deutsche Regierung nicht auf Massnahmen, die den Geldzufluss eindämmten, sondern schloss am 5. Mai die Devisenbörsen und liess ab 10. Mai den Wechselkurs flottieren.

Dies schuf auch für die Schweiz eine neue Situation. Die sich nach der Schliessung der deutschen Devisenbörsen innerhalb weniger Minuten auf die Schweiz stürzenden Devisenmassen veranlassten auch die Nationalbank zur vorübergehenden Einstellung von Dollarkäufen, um Zeit für ein Ueberdenken der Konsequenzen der neuen Situation zu gewinnen.

3. Es ist zu beachten, dass der Franken schon vor den deutschen Massnahmen ein Spekulationsziel war, und nach der Schliessung der deutschen Devisenbörsen am stärksten im Vordergrund stand. Dies, obwohl die Schweiz weder im Jahre 1961 noch im Jahre 1969 aufgewertet hatte.

Man musste damit rechnen, dass sich bei Aufrechterhaltung eines unveränderten Wechselkurses im Inland eine sehr lautstarke Aufwertungspropaganda breit machen würde, die die Spekulation ständig ermuntert und durch Geld- und Kapitalabflüsse die Inflation noch zusätzlich beschleunigt

hätte. Sterilisierungsmassnahmen, die nur den Bankensektor hätten treffen können, wären ungenügend gewesen.

4. Die im Geldsektor ergriffenen antiinflationistischen Massnahmen hätten noch den letzten Rest an Wirkung verloren, ohne dass ein Ersatz vorhanden gewesen wäre.
5. Solche Ueberlegungen spielten beim Entschluss zur Aufwertung eine nicht unwichtige Rolle, aber viel entscheidender war die Ueberzeugung, dass deutliche Anzeichen eines strukturellen Ungleichgewichtes vorlagen. Man wollte dieses Ungleichgewicht nicht durch ein passives Verhalten bei einer neuen Aufwertung im Ausland nochmals vergrössert sehen, und man war nicht gewillt, von dieser Seite her zusätzliche Inflationseinflüsse zu akzeptieren.

Eine neue deutsche Aufwertung hätte ohne eine Paritätsänderung des Frankens zweifellos die sich bei uns im Gange befindliche Umwandlung des strukturellen Ungleichgewichtes in eine hohe Rate der Anpassungs-inflation noch verstärkt.

6. Seit zwei Jahrzehnten bewegte sich der Dollarkurs in der Schweiz immer unter der Parität. Das Schwergewicht der Kursbildung lag beim tiefsten Dollarankaufskurs der Nationalbank, d.h. 1,75 % unter der Parität. Der Franken war offensichtlich während des grössten Teils der Nachkriegszeit unterbewertet. Das Ausmass wurde allerdings durch einmalige oder mehrmalige Abwertungen verschiedener Währungen wiederholt reduziert. Die Aufwertung der DMark und des holländischen Guldens im Jahre 1961 wirkte aber in umgekehrter Richtung.

Es war nicht zuletzt diese Unterbewertung, die in den fünfziger und aber ganz besonders anfangs der sechziger Jahre zur übermässigen wirtschaftlichen Expansion unter

Heranziehung einer als übergross empfundenen Zahl von fremden Arbeitskräften führte. Solange die Immigration offen und der durch sie verursachte Investitionsbedarf verdaubar blieben, konnte der Anstieg des inländischen Kosten- und Preisniveaus unterdurchschnittlich gehalten werden. D.h. die Zulassung fremder Arbeitskräfte verhinderte, dass sich die Disparität des Frankens voll in Preis- und Kostensteigerungen niederschlug. Nach Einführung einer restriktiven Arbeitsmarktpolitik begann sich die Unterbewertung des Frankens ab 1964 in eine überdurchschnittliche Kostenhaussse im Sinne einer eigentlichen Anpassungsinflation zur Beseitigung der Unterbewertung umzuwandeln. Dieser Prozess wurde dann durch die Schockwirkungen ausstrahlenden Restriktionsmassnahmen von 1964 und die rezessiven Tendenzen der Weltkonjunktur in den Jahren 1966 und 1967 aufgefangen. Die Unterbewertung unserer Währung dürfte entscheidend dazu beigetragen haben, dass unsere Wirtschaft im Gegensatz zu Deutschland die Rezessionsperiode dieser Jahre ohne namhafte Wachstumsverluste überwinden konnte, ja auch während dieser Zeit das Angebot an Arbeitskräften im Gegensatz zum Ausland knapp blieb.

Nach Ueberwindung der Rezession kam das zwischen der Schweiz und dem Ausland immer noch vorhandene Ungleichgewicht wieder zum Ausdruck. Dementsprechend traten wir denn auch im Gegensatz zu andern Ländern ohne Arbeitsmarkreserve in den neuen Aufschwung ein. Dieser Tatbestand musste früher oder später seinen Niederschlag in einer über dem Durchschnitt der wichtigsten Industrieländer liegenden Inflationsrate finden. Die deutsche Aufwertung im Herbst 1969 und die weitere Straffung der Fremdarbeiterregelung vergrösserten den Inflationsspielraum noch zusätzlich.

Da für den Monat Mai bereits eine an den Lebenshaltungskosten gemessene Inflationsrate von 7 % zu erwarten war,

konnten wir uns keinen neuen zusätzlichen Inflationsauftrieb durch eine uns durch eine ausländische Aufwertung auferlegte indirekte Abwertung des Frankens mehr erlauben.

7. Ferner war folgendes zu berücksichtigen:

Bereits vor den kritischen Tagen unternommene Kontakte mit den Sozialpartnern ergaben, dass man auf Arbeitnehmerseite der Auffassung war, dass sich seit Herbst 1969 die Konkurrenzvorteile der schweizerischen Wirtschaft insgesamt gesehen noch vergrössert hätten. Man liess von gewerkschaftlicher Seite durchblicken, dass ohne wechselkurspolitische Massnahmen eine Mässigung der Lohnbegehren nicht zu erwarten sei, denn diese würde nur das Ungleichgewicht und damit auch die Abwerbetendenzen seitens der Unternehmer noch vergrössern.

Explosiv erschien die Situation auch im Zinssektor, dem für die Höhe der Lebenshaltungskosten über die Wohnungsmieten und die Agrarpreise eine grosse Bedeutung zukommt. Die Renditen für Obligationen und Hypotheken liegen deutlich unter der Inflationsrate. Investitionen in Sachwerte, deren Preise erfahrungsgemäss parallel zur Inflationsrate steigen, können vorderhand mit fremdem Geld ohne wirkliche Nettoszinskosten vorgenommen werden. Ohne Dämpfung der Inflationserwartungen musste eine Flucht in die Sachwerte die Zinsen nach einiger Zeit um 3 - 4 % in die Höhe treiben und damit zu einer wesentlichen zusätzlichen Erhöhung der Inflationsrate führen.

Zu berücksichtigen war auch, dass nach der deutschen Aufwertung im Herbst 1969 und nach den Lohnhaussen im Ausland sich in der Schweiz weitherum eine konjunkturpolitische Lethargie, d.h. Abneigung gegen jede Inflationsbekämpfungsmassnahme ausgebreitet hatte. Sie wurde damit gerechtfertigt, dass eine kräftige Anpassungsinflation unvermeidlich

geworden sei und Bremsmassnahmen nur zu wirtschaftlichen Verzerrungen führen würden.

8. Der Bundesrat musste auf Grund seiner Erfahrung davon ausgehen, dass nach den am 5. Mai ausgelösten Ereignissen kein auf die innere Wirtschaft ausgerichtetes Inflationsdämpfungsprogramm im Parlament durchzubringen sei, ohne dass nicht vorher eine wechselkurspolitische Korrektur vorgenommen würde.

9. Zum Aufwertungssatz

a) Wenn schon aufgewertet werden sollte, dann mussten folgende Bedingungen erfüllt werden:

aa) Der Satz musste einen Beitrag zur Verminderung des wirtschaftlichen Ungleichgewichtes leisten.

bb) Er musste den Weg zu flankierenden Massnahmen öffnen.

cc) Er musste mithelfen, tendentiell die Inflationserwartungen zu vermindern und den Widerstand der Arbeitgeber gegen die Lohnbegehren zu verstärken, bzw. ihre Neigung zu Abwerbungen zu vermindern. Er musste auch die Erwartungen der Arbeitnehmer auf Lohnerhöhungen mässigen.

dd) Er musste glaubwürdig erscheinen, um die Spekulation abzuschrecken und nach einiger Zeit den Abfluss von Geldern zu ermutigen.

ee) Er musste der Nationalbank wieder gestatten, im Rahmen einer angemessenen Bandbreite zu manövrieren.

ff) Auf der andern Seite durfte er die Konkurrenzfähigkeit nicht im Sinne der Gefährdung einer normalen Vollbeschäftigung erschüttern. Da wir uns in einer

Spätphase der Konjunktur befinden, war besondere Vorsicht geboten.

- b) Auf Grund dieser Ueberlegungen kam man zum Schluss, dass ein Aufwertungssatz von ca. 7 % angemessen sei.
 - c) Diese 7 % bedeuten, gemessen am bisherigen Schwergewichtspunkt der Kursbildung, nämlich dem untersten Ankaufskurs der Nationalbank für Dollars von $4.29\frac{1}{2}$, eine effektive Aufwertung von 5,16 %.
 - d) Sofern die Nationalbank die theoretische Bandbreite von rund $\pm 1,8$ % voll spielen liesse, ergäbe sich ein oberster Verkaufskurs des Dollars, der einer effektiven Aufwertung von nur rund $3\frac{1}{4}$ % gleichkäme, und ein unterster Ankaufskurs, der einem effektiven Aufwertungssatz von etwas über 7 % entspräche.
-