

R e f e r a t

von Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums
an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank
vom 28. April 1972

I. Zum Aufstieg und Niedergang des Dollar-Gold-Exchange Standards

Nach weitverbreiteter Ansicht ist am 15. August 1971 das auf dem Dollar-Gold-Exchange Standard beruhende Währungssystem der Nachkriegszeit zu Grabe getragen worden. Im Grunde genommen brach aber nicht das Währungssystem zusammen, sondern die Vorstellung, dass es auf dem Dollar-Gold-Exchange Standard beruhe. In Wirklichkeit funktionierte es praktisch von Anfang an wie ein Dollarstandard. Die Wirtschaft hat sich denn auch schon längst auf ihn eingestellt. Zwar konnten seit der zweiten Hälfte der sechziger Jahre die Notenbanken diese Kluft zwischen Wirklichkeit und Vorstellungswelt nicht mehr ignorieren. Sie versuchten jedoch, sie durch ein "Tun als ob" zu überbrücken, um unübersehbare Erschütterungen zu vermeiden.

Die Kluft wurde im Laufe des Jahres 1971 schliesslich zu gross, als dass sie sich noch überbrücken liess. Insbesondere machte es die formelle Inkonvertibilitätsverkündung vom 15. August 1971 vollends unmöglich, das "Tun als ob"

weiterzuführen. Der eigentliche währungspolitische Erdbeben wurde aber erst durch die gleichzeitige Erklärung von Präsident Nixon ausgelöst, der Dollar sei überbewertet. Sie drohte, eine unabsehbare Flucht aus dem Dollar zu entfesseln, gegen die sich die übrigen Industrieländer durch das Floaten zu schützen suchten.

Dieses Floaten stand von allem Anfang an wegen flankierender, protektionistischer Massnahmen der USA, der unterschiedlichen, konjunkturell bedingten Beeinflussungsbedürfnisse der einzelnen Länder und der Existenz eines grossen Eurodollarmarktes unter einem unguten Stern. Die von ihm ausgehende Unsicherheit verstärkte zunehmend den Ruf nach einer Rückkehr zu festen Wechselkursen, verbunden mit der Bereitschaft, eine direkte bzw. indirekte Dollarabwertung zu akzeptieren.

Das Realignment vom 18. Dezember 1971 brachte Wechselkursanpassungen, die den Dollar im Verkehr mit den Industrieländern (Kanada ausgenommen) gegen 12 % abwerteten. Es ist zudem als erste, wichtige Etappe zur Einleitung einer Währungsreform gedacht. Sie soll sukzessive vom Dollarstandard wegführen. Vorerst aber bedeutet die Rückkehr zu festen Wechselkursen die Anerkennung des Dollarstandards. Sie wurde nicht durch die Amerikaner erzwungen, sondern durch die Erfordernisse einer Weltwirtschaft, die sich seit mehr als einer Generation auf den Dollarstandard eingespielt hatte.

Die volle Akzeptierung des Dollarstandards bei gleichzeitiger Verkündigung eines Planes zu seiner Beseitigung erschien zu gegensätzlich, als dass das Realignment spontan zu einer Vertrauensfestigung hätte führen können.

Angesichts der nicht ohne weiteres verständlichen Situation und der Reformbestrebungen dürfte sich der Versuch lohnen, einige Stärken und Schwächen des Währungssystems der Nachkriegszeit herauszuschälen.

Das, was als Dollar-Gold-Exchange Standard bezeichnet wurde, war eine Frucht der seit Jahrzehnten bestehenden Vormachtstellung der amerikanischen Wirtschaft und der durch den zweiten Weltkrieg bewirkten Konzentration des monetären Goldbesitzes auf die Vereinigten Staaten. Die Benützung des Dollars als internationales Zahlungsmittel vereinfachte den Zahlungsverkehr und führte dazu, dass die meisten nichtamerikanischen Notenbanken ihre während des Krieges geschrumpften Gold- und Devisenreserven durch den Erwerb von Dollars wieder aufbauen konnten.

Die Erstarkung der ausseramerikanischen Währungsreserven setzte daher ein jahrelanges amerikanisches Zahlungsbilanzdefizit voraus. Mit dem Ziele, die Wiederherstellung der Konvertibilität der wichtigeren Währungen zu ermöglichen, begünstigten denn auch die USA bewusst ein solches Defizit durch die Gewährung von Krediten und Anleihen zu generösen Bedingungen sowie durch Geschenke und andere Unterstützungen. Die Nachfrage nach amerikanischen Gütern war vorerst allerdings

so gross, dass die meisten Länder nur dadurch Dollars für Reservezwecke beiseitelegen konnten, dass sie die Einfuhr aus den USA mit deren wohlwollender Duldung stärker beschränkten als diejenige aus andern Ländern. Die Schweiz war eines der wenigen europäischen Länder, das auf eine solche Diskriminierung verzichtete.

Während vieler Jahre herrschte infolge ungesättigter Bedürfnisse sowohl nach amerikanischen Waren als auch nach Währungsreserven eine ausgesprochene Dollarknappheit. Diese wurde allgemein als eine permanente, auf der Ueberlegenheit der amerikanischen Wirtschaft beruhende Erscheinung angesehen und veranlasste die Vereinigten Staaten, ihre Wirtschafts- und Aussenpolitik ohne Rücksicht auf den Zahlungsbilanzausgleich zu gestalten. Man glaubte, dass sich eine allenfalls später notwendig werdende Korrektur leicht durch die Beseitigung der Diskriminierung amerikanischer Waren oder durch eine Verminderung der vielfältigen und umfangreichen Hilfe an das Ausland erzielen lassen werde. Dank dem Defizit erreichten gegen Ende der fünfziger Jahre die Währungsreserven der meisten Industrieländer wieder einen Stand, der die Rückkehr zur Konvertibilität und zu einer liberaleren Aussenwirtschaftspolitik erlaubte. Dies ist wohl die bedeutendste Leistung des sogenannten Dollar-Gold-Exchange Standards, die er deshalb zustande brachte, weil er praktisch als Dollarstandard funktionierte. Das kam auch darin zum Ausdruck, dass die wiederhergestellte Konvertibilität eine Dollarkonvertibilität der übrigen Währungen bedeutete.

Ab Mitte der fünfziger Jahre begannen allerdings immer mehr Länder, einen Teil des wachsenden Dollaranfalles zulasten der vorerst noch übergrossen amerikanischen Reserve in Gold umzuwandeln. Diese Konversionen führten vorerst zu einer nicht unerwünschten normaleren Verteilung der Goldreserven, nahmen dann aber bereits anfangs der sechziger Jahre einen Umfang an, der als Verschlechterung der amerikanischen Währungsposition zu werten war. Trotz fortlaufender Abnahme der amerikanischen Goldreserve stiegen die Dollarforderungen der ausländischen Währungsbehörden weiter an, was mit der Zeit die Fähigkeit zur Goldkonvertibilität des Dollars gefährden musste.

Der amerikanischen Regierung wurde bewusst, dass der Zeitpunkt gekommen war, das Zahlungsbilanzdefizit zu vermindern, um die noch verbliebenen Goldreserven nach den Modellregeln des Dollar-Gold-Exchange Standards zu verteidigen.

Im Vertrauen auf das überlegene Wirtschaftspotential sowie das im Vergleich zum amerikanischen Bruttosozialprodukt recht geringe Zahlungsbilanzdefizit wurde der Ausgleich vor allem durch die Bekämpfung der immer noch in verschiedensten Formen praktizierten Diskriminierung amerikanischer Exportgüter und schliesslich durch eine Initiative zu einem weltweiten allgemeinen Zollabbau erstrebt. Die erheblichen Fortschritte im Abbau der Handelsschranken brachten aber nicht die erwartete Wende.

Auch die äusseren Aufwendungen für Verteidigungs- und Entwicklungshilfe waren zu einem so wesentlichen Faktor der amerikanischen Aussenpolitik geworden, dass sie sich nur langsam abbauen liessen. Den Einsparungen in verschiedenen Sparten standen sodann mit der Zeit zusätzliche Ausgaben aus dem Vietnamengagement gegenüber.

Selbst die von den USA unter anderem aus konjunkturpolitischen Gründen wiederholt erzwungene Dämpfung der inländischen Expansion reichte nicht aus, um das, gemessen am amerikanischen Bruttosozialprodukt, geringe Zahlungsbilanzdefizit zu beseitigen, was im Gegensatz zu den in den übrigen Industrieländern gemachten Erfahrungen stand. Man erklärte dies vorerst mit der geringen Aussenhandelsorientierung der amerikanischen Wirtschaft und zog daraus die Folgerung, der Ausgleich der amerikanischen Zahlungsbilanz lasse sich nicht über die interne Nachfragebeschränkung erzielen, da dieser Weg zu einer Deflationskrise führe, die weder für die USA noch für die andern Länder tragbar sei. Dies führte dazu, dass die übrigen Länder mit weiteren Dollarkonversionen stark zurückhielten.

In Kreisen, die von dieser Erklärung der Permanenz des Defizits nicht befriedigt waren, gewann die Auffassung an Boden, dass das zentrale Reservewährungsland eine ausgeglichene Zahlungsbilanz gar nicht erreichen könne, solange die übrige Welt bewusst oder unbewusst danach strebe, die Währungsreserven parallel zum sich ausdehnenden Aussenhandel zu

äufnen. Eine solche Reservepolitik schlage sich notwendigerweise in einem Zahlungsbilanzdefizit des Landes nieder, das die Währung zur Reserveäufnung liefern müsse. Dieses Argument erwies sich als überzeugungskräftig und führte zur Forderung, dass der Dollar sukzessive von seiner Funktion als Reservemedium zu entlasten sei. Zu diesem Zwecke wurden die "Sonderziehungsrechte" beim Internationalen Währungsfonds geschaffen. Sie sollten in zunehmendem Masse anstelle des Dollars die Bedürfnisse zur Reserveäufnung befriedigen und so dosiert werden, dass ein ausgeglichenes Wirtschaftswachstum ohne übermässige Inflation möglich werde. Man glaubte, damit auch den Weg für die Beseitigung des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits geöffnet zu haben.

Aber schon längere Zeit, bevor die Verteilung von "Sonderziehungsrechten" begann, hatte sich ein ständig umfangreicherer internationaler Markt für die Dollarforderungen - der Eurodollarmarkt - entwickelt. Er konnte infolge seines wachsenden Volumens, seiner ausserordentlich grossen Mobilität und der ihm zugeschriebenen Kreditschöpfungskapazität die Aufgabe der nationalen Devisenreserven, vorübergehende Zahlungsbilanzdefizite auszugleichen, zum grossen Teil übernehmen. Der Dollar als internationales Zahlungsmittel war dank der multiplikativen Wirkung dieses Marktes im Uebermass vorhanden. Dies hätte die letzten Zweifel an der Dominanz des Dollarstandards beseitigen müssen.

Solange in den übrigen Industrieländern die Dollarfülle die Ausnützung von noch brachliegenden Produktionsfaktoren erleichterte, legte sie den Weg für ein ungewohnt starkes wirtschaftliches Wachstum frei. Nachdem aber die Reserve an Ressourcen ausgeschöpft war, begünstigte die Dollarfülle die ohnehin schon vorhandenen Inflationstendenzen und beeinträchtigte zusehends den Spielraum für eine den nationalen Bedürfnissen entsprechende Geldpolitik. Die übrigen Industrieländer mussten sich immer mehr dem Eurodollarmarkt anpassen. Dieser selbst kam bald unter den dominierenden Einfluss amerikanischer Grossbanken, die parallel zur amerikanischen Industrie in Europa Niederlassungen errichtet hatten.

Damit gerieten der Eurodollarmarkt und die mit ihm verbundenen Geldmärkte der übrigen Industrieländer ins Schlepptau der amerikanischen Geldpolitik. Dies musste zu Störungen führen, sobald die geldpolitischen Erfordernisse der USA im Gegensatz zu jenen anderer Industrieländer standen. Besonders in zahlungsbilanzstarken Ländern entstand daher eine immer deutlichere Abneigung gegen den weiteren Zuwachs der Währungsreserven in Dollarform. Damit wurde eine Phase der Abwehr gegen den de facto Dollarstandard eingeleitet, auf den sich aber das Wirtschaftsgeschehen schon längst eingelebt hatte. Sie äusserte sich allerdings vorerst nicht in der Form einer Dollarkrise, sondern in Auf- und Abwertungsspekulationen gegen andere Währungen.

Die These, dass die Dollarakkumulierungspolitik der übrigen Länder den Amerikanern ein permanentes Zahlungsbilanzdefizit aufzwingt, vermochte daher das andauernde amerikanische Zahlungsbilanzdefizit nicht mehr befriedigend zu erklären. Strukturelle Änderungen anderer Art mussten ebenfalls am Werke gewesen sein.

Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass im Laufe der fünfziger und insbesondere in den sechziger Jahren die Wirtschaft der übrigen Industrieländer ausserordentlich erstarkte. Mehrfache Abwertungen haben die Konkurrenzkraft vieler Länder noch zusätzlich verbessert und dem Dollar indirekt eine die amerikanische Konkurrenzkraft schmälernde Aufwertung aufgezwungen. Noch zugunsten der USA bestehende Unterschiede in der technischen Produktivität wurden durch niedrigere Löhne der andern Länder ausgeglichen. Auf die Folgen des wirtschaftlichen Aufstiegs Japans werden wir noch speziell zu sprechen kommen.

Angesichts der Dynamik der amerikanischen Wirtschaft ist es allerdings zweifelhaft, ob darin die einzige strukturelle Erklärung liegt. Die Schweiz z.B. hat gegenüber dem Dollar nie abgewertet und wurde von ausländischen Abwertungen wegen der relativen Grösse ihres Aussenhandels viel stärker getroffen. Sie konnte trotzdem ihre Konkurrenzfähigkeit ungebrochen aufrechterhalten.

Von nicht zu unterschätzendem Gewicht dürfte die

Ausweitung der amerikanischen Produktion im Ausland gewesen sein.

Wegen des grossen Binnenmarktes ist in den USA im Vergleich zu andern Industrieländern die Zahl der stark am Export interessierten Firmen relativ klein. Sie umfasst überwiegend grosse und besonders dynamische Unternehmungen. Ein wesentlicher Teil dieser Firmen begann ab Mitte der fünfziger Jahre immer mehr, Produktionsstätten im Ausland anzulegen, d.h. die Exportanstrengungen weitgehend durch Produktionsanstrengungen im Ausland zu ersetzen. Diese Entwicklung war vorerst für eine Reihe von Ländern, zu denen allerdings die Schweiz mit ihrem Mangel an eigenen Arbeitskräften kaum gehörte, hochwillkommen.

Europas Anziehungskraft lag für amerikanische Industriefirmen in niedrigeren Löhnen und im sich bildenden grossen, die inneren Handelsschranken abbauenden Wirtschaftsraum begründet. Die amerikanischen Firmen konnten sich dank ihrer überlegenen Erfahrung in der Organisation der Massenproduktion und des Absatzes im regionalen Grossraum von der Errichtung von Produktionsstätten in Europa überdurchschnittliche Erträge erhoffen. In Kanada ging die Anziehungskraft von den niedrigeren Löhnen, in engster Nachbarschaft der USA, und in den Entwicklungsländern vom hohen Einfuhrschutz aus.

Bereits im Jahre 1968 erreichte im Sektor der Fabrikate die Produktion der amerikanischen Tochterbetriebe im Ausland ein Mehrfaches des amerikanischen Exportes.

Für die mittelfristige Entwicklung der amerikanischen Zahlungsbilanz fiel wohl weniger der anfängliche, später durch Ertragnisse kompensierbare Kapitalexport ins Gewicht als die Tatsache, dass die ausländische Nachfrage nach Produkten amerikanischer Firmen immer mehr durch deren ausländische Produktionsstätten befriedigt werden konnte. Dabei war wohl hauptsächlich die Massierung dieser Änderungen auf einen relativ kurzen Zeitraum nachteilig. Sie konnten daher nicht genügend durch den Export von neuen amerikanischen Produkten kompensiert werden, die vorerst nur aus dem Heimatland USA beziehbar waren. Dies verminderte die Exportorientierung der amerikanischen Wirtschaft und ihre Neigung, sich bei einer Dämpfung der amerikanischen Expansion stärker auf Exporte zu verlegen.

Wäre die Expansion der amerikanischen Produktion im Ausland durch eine gleichwertige Vermehrung ausländischer Produktionsniederlassungen in den USA aufgewogen worden, dann hätten sich daraus wegen einer entsprechenden Verminderung der Importneigung kaum Probleme für die amerikanische Zahlungsbilanz ergeben. Die Gegenbewegung im Fabrikatesektor blieb aber bisher insgesamt eher bescheiden, so dass sich auch die Importneigung nur wenig verminderte. Dies spricht u.a. für die im allgemeinen grössere finanzielle Stärke multinational produzierender amerikanischer Firmen sowie ihre längere Erfahrung in Produktion und Absatz im Grossraum.

Die einseitige, explosive Auslandexpansion der amerikanischen Firmen wurde in diesem Ausmasse nur dadurch möglich, dass die Welt den Dollarstandard akzeptiert hatte, d.h. die amerikanischen Firmen unabhängig vom Stand der amerikanischen Zahlungsbilanz im Ausland investieren konnten.

Vom Realignement und einer energischen amerikanischen Inflationsbekämpfung wird neben der allgemeinen Exportstimulierung und Importdämpfung erwartet, dass sie für multinational produzierende amerikanische Firmen den direkten Export aus den USA wieder interessanter machen werden als die Expansion der Produktionsstätten im Ausland. (Beispiel: Die Produktionsaufnahme technologisch neuer amerikanischer Produkte im Ausland erfolgt erst später als bisher.) Es wird insbesondere gehofft, dass die Belieferung von Dritt- märkten sich von den ausländischen Produktionsstätten wieder stärker nach den USA verlagern und mit der Zeit ein grösserer Teil des cash flow der Tochterbetriebe repatriiert und zu Investitionen in den USA verwendet werden. Diese Entwicklung soll auch durch den Abbau ausländischer Handelsschranken gefördert werden. Es wird auch nicht ausgeschlossen, dass die abwertungsbedingte Stärkung der amerikanischen Konkurrenz- kraft ausländische Firmen vermehrt zur Errichtung von Produk- tionsstätten in den USA veranlassen werde.

Einzelne Zuhörer mögen sich fragen, ob eventuell die Schweiz mit der Zeit vor ähnlichen Problemen stehen könnte.

Die Produktionsleistung schweizerischer Firmen im Ausland dürfte den schweizerischen Warenexport ebenfalls wesentlich übertreffen. Die Ursachen der starken Expansionsverlagerung ins Ausland sind aber im Falle der Schweiz anderer Art. Die Expansion ins Ausland war und ist wegen der Knappheit an Arbeitskräften und dem kleinen Heimatmarkt oft geradezu die Voraussetzung für ein auch zum Ueberleben der schweizerischen Betriebsstätten notwendiges Firmenwachstum. Die meisten unserer multinational produzierenden Firmen waren bisher stets bestrebt, die hier bestehende Produktionskapazität und den allerdings immer kleiner werdenden Spielraum für die Ausweitung ihrer Produktion in der Schweiz voll auszunützen. Die

grosse Knappheit an Arbeitskräften in der Schweiz könnte allerdings mit der Zeit diese Politik verändern, dies insbesondere dann, wenn auch noch die Kostenentwicklung in der Schweiz in Verbindung mit allfällig übermässig wachsenden Sozialabgaben und Steuern die Firmen veranlassen würde, die bisher der Ausnützung der Produktionskapazität und den Expansionsmöglichkeiten in der Schweiz eingeräumte Priorität aufzugeben. Wenden wir uns aber nun wieder den Vereinigten Staaten zu.

Zur Verminderung der amerikanischen Exportelastizität, die im Verkehr mit Europa den USA zwar immer noch einen wenn auch ungenügenden Handelsbilanzüberschuss beliefs, kam, wie bereits angedeutet, der explosive industrielle Aufschwung Japans hinzu. Dank niedrigen Löhnen, einer rasch steigenden Produktivität sowie einer besonderen Förderung der Fabrikation neuer Produkte des Massenbedarfes vermochte sich Japan eine starke Stellung auf dem amerikanischen Markte zu verschaffen. Die USA wurden immer mehr zum Hauptabnehmer japanischer Exportprodukte, was sich für sie im Verkehr mit Japan in einer stark passiven Handelsbilanz niederschlug. Sie war um so ausgeprägter, als Japan einem überdurchschnittlichen Protektionismus huldigte. Da Japan einen bedeutenden Ausbau amerikanischer Produktionsstätten bei sich zu verhindern wusste, die grosse Masse der Bevölkerung immer deutlicher eine wesentliche Hebung des Lebensstandards erstrebt und ein Abbau des japanischen Protektionismus zu erwarten ist, dürften nach dem

Realignment für die amerikanische Wirtschaft mittelfristig gute Aussichten für eine wesentliche Verbesserung der Handelsbilanz mit Japan bestehen.

Dass es insbesondere strukturelle Änderungen der in den letzten Abschnitten geschilderten Art gewesen sein dürften, die es den USA in den letzten Jahren verunmöglichten, das Zahlungsbilanzdefizit durch erhöhte Exportleistungen auszugleichen, zeigen die Erfahrungen der Jahre 1970 und 1971.

Im Jahre 1970 waren die amerikanische Industriekapazität und Arbeitskraft sehr ungenügend ausgelastet. Die meisten übrigen Industrieländer wiesen demgegenüber einen Nachfrageüberhang auf. In einem anderen unterbeschäftigten Land hätte eine solche Konstellation zu einer ausserordentlich grossen Exportsteigerung und einer hochaktiven Zahlungsbilanz geführt. Zwar verbesserte sich 1970 die amerikanische Handelsbilanz im Vergleich zu 1969. Die Verbesserung war jedoch ungenügend und entsprach nicht der günstigen Konstellation.

Als im Jahre 1971 der Nachfrageüberhang in den meisten andern Industrieländern dahinschwand, verflüchtigte sich nicht nur die im Jahre 1970 erzielte Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz, sie wurde sogar trotz der grossen, unausgenützten Produktionskapazität zum erstenmal in diesem Jahrhundert passiv. Dabei ist daran zu erinnern, dass die frühere Stärke des Dollars vor allem auf der Neigung zu einem hohen Aktivüberschuss der Handelsbilanz beruhte.

Sicherlich hat die hohe amerikanische Inflationsrate der letzten Jahre bei der Verschlechterung der Handelsbilanz ebenfalls eine beträchtliche Rolle gespielt. Da aber im langjährigen Mittel die Inflationsrate in den USA unterdurchschnittlich ist, wäre ihre Steigerung in den letzten Jahren für die Entwicklung der Handelsbilanz ohne die geschilderten Strukturveränderungen wohl kaum entscheidend ins Gewicht gefallen.

{Im Rückblick betrachtet hat der sogenannte Dollar-Gold-Exchange Standard der Nachkriegszeit kaum je nach den Modell-Spielregeln funktioniert.

Von Anfang an wies er die Züge eines Dollarstandards auf, wie ja auch die Konvertibilität der übrigen Währungen eine Dollarkonvertibilität war. Auch die während einiger Jahre erfolgte Umwandlung von grossen Dollarbeträgen in Gold vermochte nicht die Wirkungen auszulösen, die den Modellvorstellungen entsprochen hätten.]

Dieses Währungssystem hat aber mitgeholfen, die Kriegsschäden erstaunlich rasch zu überwinden und, solange in den Industrieländern noch Produktionsfaktoren brach lagen, das wirtschaftliche Wachstum unerhört zu fördern.

Danach verschaffte es jedoch den inflationären Kräften einen zu grossen Spielraum. Es hat aber auch Entwicklungen begünstigt, die den Vereinigten Staaten den normalen Weg zum Zahlungsbilanzausgleich verbauten und schliess-

lich zur Dollarkrise führten, die nunmehr durch das Realignment der Wechselkurse und eine Reform des Währungssystems überwunden werden soll.

Die Reformziele sind denn auch vom Wunsche geprägt, die bisher festgestellten Mängel im Währungssystem zu beseitigen. Zu den Reformzielen gehören insbesondere:

1° Die Schaffung von Voraussetzungen, die es den Vereinigten Staaten ermöglichen, einen angemessenen Zahlungsbilanzüberschuss zu erreichen.

Dazu gehört auch, dass der Dollar von seinen Reservefunktionen entlastet wird und alle Länder sich an angemessene Regeln bezüglich des Zahlungsbilanzausgleiches halten. Ein kräftiger internationaler Abbau der Handelschranken würde unter anderem der Tendenz zur übermässigen Expansion der amerikanischen Produktion im Ausland entgegenwirken.

2° Der Ausbau der "Sonderziehungsrechte" beim Internationalen Währungsfonds zu einem allgemein akzeptierten Reservemedium. Dies soll nicht nur gestatten, den Dollar von seinen Reservefunktionen zu entlasten, sondern auch die Notenbanken in jenem Umfange mit international verwendbarer Liquidität zu versehen, der für ein ausgeglichenes und nicht inflationsdominiertes Wirtschaftswachstum angemessen erscheint.

3^o Die Herstellung einer funktionsfähigen Konvertibilität des Dollars in neutrale Reservemedien, mit dem Ziel, die Vereinigten Staaten ebenfalls der für die andern Länder gültigen Zahlungsbilanzdisziplin zu unterstellen und ihnen zugleich eine ähnliche währungspolitische Mobilität zu geben.

In diesen Zusammenhang gehört auch die Frage, inwieweit und auf welche Weise das übermässige Volumen an kurzfristigen ausländischen Dollarforderungen vermindert werden kann. Dabei ist nicht zum vorneherein auszuschliessen, dass sich das Volumen durch eine Rückkehr der Flucht-gelder nach den USA, durch die Veränderung der leads and lags im amerikanischen Aussenhandel und durch wachsende langfristige Anlagen von Eurogeldern in den USA kräftig vermindern wird. In diesem Zusammenhang ist nicht zu vergessen, dass trotz dem grossen Ueberhang an kurzfristigen Verpflichtungen das Total der amerikanischen Vermögensbilanz gegenüber dem Ausland bisher einen ständig steigenden Aktivsaldo aufwies.

Die zur Verfügung stehende Zeit reicht nicht aus, bereits zu den einzelnen Punkten Stellung zu beziehen. Es sei nur unterstrichen, dass eine Verwirklichung dieser Pläne die Bedeutung des Internationalen Währungsfonds erhöhen wird.

II. Zur Wirkung der direkten bzw. indirekten Dollarabwertung

Die äusseren Ereignisse, die vorerst zum Floaten und dann zum Realignement der Wechselkurse als erster Etappe auf dem Wege zur Währungsreform führten, werden in unserem Jahresbericht ausführlich geschildert.

Durch sie wurde etwas als Illusion entlarvt, was in der Vorstellungswelt weiter Kreise als Realität galt, obwohl in Tat und Wahrheit weitgehend nach den vom Dollarstandard gesetzten Daten gehandelt wurde, im Glauben, sie basierten auf dem Dollar-Gold-Exchange Standard. Dies musste zu einer tiefgreifenden Unsicherheit führen, die sich nicht schlagartig beseitigen lässt.

Trotzdem gaben sich viele der weiteren Illusion hin, dass sich gemäss früheren Erfahrungen in kontinentaleuropäischen Ländern das Vertrauen nach der Dollarabwertung schlagartig wieder einstellen werde. Dass dies nicht der Fall war und auch kaum der Fall sein konnte, hat die Unsicherheit daraufhin eher noch erhöht.

Dazu kommt, dass die amerikanischen Verhältnisse auch sonst ungewohnte Aspekte aufweisen, die die amerikanischen Behörden zu einem Verhalten veranlassen, das in der übrigen Welt befremdet. Das Klima der Sicherheit wird daher nur allmählich zurückkehren. Diese Rückkehr kann beschleunigt werden, wenn die Besonderheiten des Falles erkannt sind und sich wenigstens erste Erfolgsanzeichen einstellen.

Nach übereinstimmender Auffassung der internationalen Fachorganisationen wird das Realignment als genügend erachtet, um die unmittelbaren amerikanischen Zahlungsbilanzziele zu erreichen. Vorerst ist allerdings wegen der abwertungsbedingten Verschlechterung der "terms of trade" und der in der Weltwirtschaft vorhandenen Rezessionstendenzen noch mit einer vorübergehenden Vergrösserung des Passivsaldos zu rechnen. Bis sich ein echter Ausgleich der Zahlungsbilanz einstellt, dürfte längere Zeit verstreichen. Auch die Pfundabwertung von 1967 brachte erst im Jahre 1969 die entscheidenden Erfolge, die dann aber grösser als erwartet ausfielen.

Bei der Beurteilung des amerikanischen Verhaltens nach der Abwertung wird oft übersehen, dass die amerikanische Regierung schon am 15. August der Wiederbelebung der Wirtschaft die zeitliche Priorität zuerkannte.

Unter den diesbezüglichen Massnahmen befinden sich solche, die im Gegensatz zu den gegenwärtigen Zahlungsbilanzanfordernissen stehen, wie das "deficit spending", und vor allem die Billiggeldpolitik. Die letztere verschlechtert die amerikanische Zahlungsbilanz noch zusätzlich, begünstigt die Alimentierung des Eurodollarmarktes, stört die Geldpolitik anderer Länder und provoziert weitere Restriktionen im Kapitalverkehr.

Eine solche Politik wird von vielen als Fortsetzung des "benign neglect" ausgelegt und lässt Zweifel aufkommen,

ob es den Amerikanern mit der Sanierung der Zahlungsbilanz und der Währungsreform ernst sei.

Die Amerikaner haben demgegenüber mehrfach erklärt, dass die zahlungsbilanzwidrigen Massnahmen sistiert würden, sobald der Aufschwung selbsttragend geworden sei. Das "deficit spending" konzentriere sich ausschliesslich auf die erste Hälfte des Fiskaljahres. In der zweiten Hälfte sei dagegen ein Rechnungsüberschuss zu erwarten. Auch die Billig-geldpolitik werde von beschränkter Dauer sein. Man glaubt amerikanischerseits, dass erst die Wiederbelebung der Wirtschaft dank steigenden Aktienkursen und einer aus der Wirtschaftsentwicklung herauswachsenden Zinshausse echte Attraktionskräfte für den Kapitalzufluss freimachen werde. Eine vorzeitige, künstlich verursachte und den Aufschwung verzögernde Zinshausse liege daher nicht im Interesse der Zahlungsbilanzsanierung.

Inzwischen haben die amerikanischen Währungsbehörden angesichts der wachsenden Kreditnachfrage und im Bestreben, dem "benign neglect"-Verdacht entgegenzutreten, die kurzfristigen Zinssätze, wenn auch mit Vorsicht, ansteigen lassen.

Ebenso ist beabsichtigt, die vom Internationalen Währungsfonds begonnenen Vorarbeiten für die Währungsreform zu intensivieren. Amerikanischerseits wird vorgeschlagen, ein Gremium zu schaffen, das die Bemühungen für die Währungs-

reform mit jenen zum Abbau der Handelsschranken und zur Neuverteilung der Lasten der Entwicklungshilfe koordiniert.

Ein solches Gremium sollte aber so zusammengesetzt sein, dass entscheidende Fortschritte nicht verzögert werden.

Zuversichtlich stimmt, dass, abgesehen vom kanadischen Sonderfall, alle massgeblichen Länder ihre Absicht bekundeten, nach Inkraftsetzung des amerikanischen Beschlusses zur Goldpreiserhöhung ihre Parität dem aus dem Realignment hervorgegangenen Dollarmittelkurs anzupassen und sie auch zu verteidigen.

Zweck dieser Ausführungen war, zu zeigen, dass die Sanierungskräfte Zeit brauchen, um sich durchzusetzen. Vorschnelle, negative Urteile sind kaum geeignet, den Sanierungsprozess zu beschleunigen.

III. Bemerkungen zur schweizerischen Geldpolitik nach dem Realignment

Die übermässige Zunahme der sich in ausseramerikanischem Eigentum befindlichen Dollardisponibilitäten ging nicht spurlos an unserem Lande vorüber. Es wurde zu einem der Sammel- und Verteilungszentren für solche Gelder. Derartige Funktionen übernahmen nicht nur unsere seit Jahrzehnten im internationalen Geschäft tätigen Grossbanken und die auf Vermögensverwaltungen spezialisierten Privatbankiers, sondern auch Niederlassungen und Tochtergesellschaften ausländischer, insbesondere amerikanischer Banken. Als Begleiterscheinung vermehrte sich auch die Zahl der Finanzierungsgesellschaften ausländischer Konzerne.

Die Aufblähung des internationalen Bankgeschäftes kommt in den schweizerischen Bankbilanzen nicht voll zum Ausdruck. Im internationalen Vergleich sind selbst jene unserer Grossbanken nur von mittlerer Grösse. Unter Einschluss der für die Kundschaft getätigten Treuhandgeschäfte stehen aber die Auslandsanlagen und Auslandverbindlichkeiten unserer Banken in Kontinentaleuropa an erster Stelle.

Was in den Bilanzsummen nicht zum Ausdruck kommt, ist das grosse Vermögensverwaltungsgeschäft. Es bildet die Grundlage für eine international ins Gewicht fallende Plazierungskapazität für Wertschriften.

Die internationale Tätigkeit unserer Banken ist zu einem gewichtigen Aktivposten unserer Ertragsbilanz geworden. Sie hat auch zur reichlichen - in Zeiten der Konjunkturüberhitzung überreichlichen - Kapitalversorgung des Inlandes sowie zur Niedrighaltung des inländischen Zinsniveaus beigetragen.

Die erwähnten Einnahmen dürften allerdings volkswirtschaftlich betrachtet zu einem wesentlichen Teil den Charakter einer Risikoprämie besitzen.

Man muss sich stets vor Augen halten, dass sich das internationale Geschäft unserer Banken als Folge ungesunder und unstabiler Währungsverhältnisse aufgebläht hat und den Bazillus der Unstabilität in wachsendem Ausmasse auch auf unser Land überträgt. Diese im Vergleich zur Grösse unserer Wirtschaft übermässige internationale Finanzverflechtung engt den durch andere Faktoren schon wesentlich reduzierten Spielraum für eine den schweizerischen Verhältnissen adäquate Geldpolitik noch zusätzlich ein.

In diesem Zusammenhang erscheint besonders unerfreulich, dass trotz all unseren Abwehrbemühungen der Schweizerfranken vom Ausland nunmehr auch zu Währungsreservezwecken verwendet wird. Die von ausländischen Währungsbehörden gehaltenen Schweizerfrankenguthaben scheinen über das hinaus gewachsen zu sein, was die Nationalbank normalerweise an Devisenreserven besitzt.

Proportional zur Grösse der Volkswirtschaft scheinen wir heute im internationalen Währungsbereich stärker mit Reservefunktionen belastet zu sein als selbst die Vereinigten Staaten. Dies ist ein auf die Dauer unhaltbarer Zustand. Wir möchten auch diese Gelegenheit benutzen, um einen Appell an die ausländischen Notenbanken zu richten, diese Guthaben abzubauen.

Es wird für die Nationalbank immer schwieriger, ihren verfassungsmässigen Auftrag zu erfüllen. Dies trotz dem bemerkenswerten Willen der Grosszahl der Banken, sie bei ihrer Aufgabe zu unterstützen. Einer solchen Unterstützung sind durch die Verhältnisse selbst Grenzen gesetzt. Die Politik der Inflationsbekämpfung muss daher mehr als bisher durch Massnahmen anderer als geldlicher Art getragen werden. Nach wie vor bleiben wir aber gewillt, den uns noch verbleibenden Spielraum soweit als möglich auszunützen.

Im Vordergrund steht gegenwärtig der Abbau des seit dem letzten August verbliebenen Uebermasses an Liquidität in Notenbankgeld sowie des Ueberangebotes an Kapital.

Beides hat das Sinken der Zinssätze begünstigt und den Dollarkurs gestützt. Dadurch wurde die Nationalbank im Gegensatz zu andern Notenbanken vor weiteren liquiditätsvermehrenden Dollarzuflüssen bewahrt. Ein übermässiges Geld- und Kapitalangebot, das sogar die Zinssätze unter die Inflationsrate drückt, begünstigt aber zugleich auch die Inflation.

In den exportorientierten Sektoren vermögen ihr zwar vorderhand noch rezessive Einflüsse von aussen entgegenzuwirken. Dies trifft jedoch nicht zu für den Inlandsektor, vor allem nicht für den Land-, Liegenschaften- und Baumarkt sowie für die öffentlichen Haushalte.

Im Hinblick auf die Verhältnisse in der inneren Wirtschaft und den nicht zum vorneherein auszuschliessenden Wiederaufschwung der internationalen Konjunktur im zweiten Halbjahr stellt sich die dringliche Aufgabe, die Ueberschussliquidität so weit zu vermindern als dies möglich ist, ohne neue geldvermehrnde Devisenzuflüsse zur Notenbank zu stimulieren.

Schon während der Periode des Floatens hat die Nationalbank mit den Banken Massnahmen vereinbart, die dazu bestimmt waren, vorerst weitere Geld- und Kapitalzuflüsse zu hemmen und nach dem Realignment den Abfluss zu fördern.

Es handelt sich dabei insbesondere um die 100 %ige Mindestguthabenpflicht auf dem seit dem 31. Juli entstandenen Zuwachs an nicht wieder im Ausland angelegten ausländischen Geldern, das Verzinsungsverbot für auf Franken lautende Auslandsverbindlichkeiten und die Pflicht, auf Franken lautende Kapitalexporte auf dem schweizerischen Devisenmarkt in fremde Währung umzuwandeln.

Zu diesem Konzept gehörte vorerst auch der Verzicht auf die Abschöpfung auf dem Zuwachs an Inlandverbindlichkeiten, die durch Repatriierungen und ähnlich wirkende

Operationen übermässig angewachsen waren. Wir wollten damit ein bedeutendes Zinsgefälle gegenüber dem Ausland aufrechterhalten, um den Kapitalabfluss anzuregen und den Kapitalzufluss zu hemmen.

Keine dieser Massnahmen führte zu einem sichtbaren Erfolg. Insbesondere kam die Nationalbank nicht in die Lage, Dollars an die Banken abzutreten.

Das Zinsgefälle bewirkte zwar einen rekordhaften, auf Franken lautenden Kapitalexport. Es vermochte aber den Kapitalzufluss nicht zu bremsen. Der Grossteil der von ausländischen Schuldner in der Schweiz emittierten Notes und Anleihen ging in die Portefeuilles der ausländischen Kundschaft der Banken, was wirtschaftlich gesehen weitgehend der Induzierung eines entsprechenden Kapitalimportes gleichkam.

Mindestreserven und Verzinsungsverbot vermochten das Volumen an Auslandgeldern nicht zu vermindern. Wohl dürften Reduktionen durch Abzüge und durch die Umwandlung in Inlandgelder infolge von Ankäufen inländischer Vermögenswerte eingetreten sein. Dieser nur teilweise echte "Abgang" wurde jedoch durch Neuzuflüsse mehr als aufgewogen.

Es gelang den meisten Banken auch, die Auslandverbindlichkeiten gemäss den Bestimmungen der Vereinbarung durch Auslandsanlagen zu kompensieren. Die in den ersten zwei Augustwochen der Schweizerischen Nationalbank zugeflossenen 8,7 Milliarden Franken konnten somit durch die Mindestreserve-
regelung nur unwesentlich vermindert werden.

Die Erklärung für dieses wenig überzeugende Resultat wurde erst nach längerer Zeit in der Tatsache gefunden, dass nicht alle bisher zur Kompensation mit Auslandverbindlichkeiten zugelassenen Auslandsanlagen sich geldwirtschaftlich auch als solche auswirkten.

Angesichts dieser Misserfolge und der dabei gemachten Erfahrungen mussten zusätzliche Massnahmen ergriffen werden.

So wurde ab 14. Februar vorgeschrieben, dass 25 % der Devisenkonversionen aus Kapitalexporten nicht mehr auf dem Markte, sondern bei der Nationalbank vorzunehmen seien. Bis Mitte April wurde dadurch der Umfang an Notenbankgeld um rund 430 Millionen Franken reduziert.

Gleichzeitig wurde die Plazierung von auf Franken lautenden mittelfristigen Notes bei ausländischen Kunden auf 40 % limitiert, um die Induzierung des Kapitalimportes durch diese am gewichtigsten gewordene Kapitalexportart zu vermindern.

Nachdem seit Mitte März die Eurodollarsätze wieder etwas gestiegen sind und sich damit der geldpolitische Spielraum leicht vergrössert hat, wurde anfangs April mit der Bankiervereinigung vereinbart, dass auf dem ab 31. Juli 1971 festgestellten Zuwachs an Inlandverbindlichkeiten Mindestguthaben zu den halben im Rahmenabkommen vom 1. September 1969 vorgesehenen Sätzen einzufordern seien.

Ferner wurden für die Abschöpfung von Mindestreserven auf dem Zuwachs von Auslandverbindlichkeiten ab 31. Juli 1971 Lösungen vorgesehen, die eine wirkliche Abschöpfung ermöglichen.

Die Abschöpfung auf dem Wege der Mindestguthaben auf In- und Auslandgeldern soll gemäss diesen Absprachen bis Mitte Jahr mindestens 2,5 Milliarden Franken betragen. Zusammen mit dem Pflichterwerb von Devisen bei Kapitalexporten sowie den Devisenbedürfnissen des Bundes und der Absorption von Giroguthaben durch den wachsenden Notenumlauf ist bis Mitte Jahr mit einer Normalisierung des Volumens an Notenbankgeld zu rechnen.

In der Dosierung der Abschöpfung müssen wir allerdings flexibel bleiben, um zu verhindern, dass die Liquidität oder das Zinsgefälle sich so stark vermindert, dass daraus ein Ueberangebot an Dollars entsteht, das von der Nationalbank gegen Schaffung neuer Liquidität aufgenommen werden muss. Zu dieser Flexibilität gehört auch, dass die Notenbank die Deckung des vorübergehenden Ultimospitzenbedarfes an Liquidität erleichtert.

Die Abschöpfung dürfte wenigstens tendenziell den Drang der Banken nach Ausweitung des inländischen Kreditangebotes etwas vermindern.

Auch das Uebermass an Kapitalangebot sollte insoweit reduziert werden, als einerseits die Beschränkung der

Plazierung mittelfristiger Franken-Notes bei Ausländern einen geringeren Kapitalimport induziert und andererseits die Banken wegen der Abschöpfung an Notenbankliquidität nicht mehr im bisherigen Umfang als Wertschriftenkäufer für eigene Rechnung auftreten können.

Eine wesentliche Wende in den Kapitalmarktverhältnissen ist allerdings erst dann zu erwarten, wenn sich das Vertrauen in die internationale Währungslage wieder so weit gefestigt hat, dass das Zinsgefälle auch den Kapitalzufluss wieder entscheidend hemmt. Wenn sich diese Wende nicht bereits vor einem neuen Konjunkturaufschwung einstellt, sind weitere Massnahmen zur sukzessiven Verminderung eines noch bestehenden Ueberangebotes an Kapital zu prüfen.
