
Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik
Revue suisse d'Economie politique et de Statistique

*Herausgegeben von der Schweizerischen Gesellschaft für Statistik und Volkswirtschaft
Publiée par la Société suisse de Statistique et d'Economie politique*

Redaktion/Rédaction: Prof. Dr. H. G. Bieri

113. Jahrgang/113^e année Heft/Fasc. 1 März/mars 1977

Die Geldpolitik der Schweiz
unter dem System flexibler Wechselkurse*

Von Kurt Schiltknecht, Zürich**

1. Einleitung

Die Einführung des Systems flexibler Wechselkurse brachte den Notenbanken die Möglichkeit, eine vom Ausland weniger abhängige Geldpolitik zu betreiben. Im folgenden wird beschrieben, wie die Schweizerische Nationalbank diese Möglichkeit genutzt hat. Den Ausführungen über die Geldpolitik werden – soweit dies das Verständnis der nachfolgenden Ausführungen erleichtert – einige kurze Angaben über die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz in der Nachkriegszeit vorangestellt. Die Ausführungen zur Geldpolitik unter flexiblen Wechselkursen werden in vier Teile unterteilt. Zuerst werden einige Überlegungen zur Wahl des geldpolitischen Zieles angestellt. Anschliessend wird auf das methodische Vorgehen bei der Durchsetzung der Zielsetzung eingegangen. Im dritten Abschnitt wird die Geldpolitik von 1973 bis heute anhand der Entwicklung der monetären Basis und der Geldmenge M_1 erläutert. Im letzten Teil werden – soweit sich dies bereits feststellen

* Deutsche Version des Vortrages «Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: The Swiss Case», gehalten am 2. Juni 1976 am «Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy».

** Der Autor dankt der volkswirtschaftlichen und statistischen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank, insbesondere deren Leiter, Herrn Dr. J. R. Lademann, und Herrn M. Thomann für die wertvollen Anregungen und Hinweise.

lässt – die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Wirtschaftsgeschehen und die Wechselkursentwicklung beschrieben.

Bei der vorliegenden Arbeit handelt es sich vor allem um eine historische Darstellung und nicht um eine theoretische Fundierung der schweizerischen Geldpolitik. Ein theoretisches Modell würde dem Handeln einer Notenbank auch nicht unbedingt gerecht, sind doch die theoretischen Vorstellungen der an den geldpolitischen Entscheidungen beteiligten Personen in den wenigsten Fällen gleich. Letztlich entspringt die Geldpolitik immer einem Kompromiss verschiedener theoretischer Vorstellungen. Wenn im folgenden trotzdem die Überlegungen beschrieben werden, welche zu den geldpolitischen Entscheidungen der letzten drei Jahre geführt haben, so tragen diese Ausführungen bis zu einem gewissen Grade eine subjektive Note. In diesem Sinn liegt die Verantwortung für die Arbeit beim Autor, und sie sollte nicht als offizielles Dokument der Schweizerischen Nationalbank betrachtet werden.

2. Die schweizerische Wirtschaftsentwicklung in der Nachkriegszeit

In der Nachkriegszeit gab es in der Schweiz fünf mehr oder weniger ausgeprägte Konjunkturzyklen (1946–1949, 1950–1953, 1954–1958, 1959–1967 und 1968–1975). Die Rezession war in keinem Konjunkturzyklus so ausgeprägt, dass die offizielle Arbeitslosigkeit deutlich über 1% gestiegen ist. Die sich im Konjunkturzyklus ergebenden Schwankungen in der Beschäftigung widerspiegeln vor allem die Zu- und Abwanderung ausländischer Arbeitskräfte. Die «Rückwanderung» ausländischer Arbeitskräfte hat nur 1975 entscheidend mitgeholfen, die Arbeitslosigkeit in einem zu günstigen Licht erscheinen zu lassen. In den andern Rezessionsjahren hatte sich die Zahl der ausländischen Arbeitskräfte jeweils nur stabilisiert. Die Bedeutung der ausländischen Arbeitskräfte für die schweizerische Wirtschaft lässt sich am besten daraus ersehen, dass sich der Anteil der ausländischen Arbeitskräfte an der Gesamtbeschäftigung von einem sehr niedrigen Stand in den ersten Nachkriegsjahren auf gegen 30% in den siebziger Jahren erhöhte. Ebenso sehr wie die grossen Bewegungen von Arbeitskräften über die Grenze haben die internationalen Kapitalbewegungen die schweizerische Wirtschaft geprägt. Die Bedeutung der internationalen Kapitalbewegungen lässt sich mit Hilfe der monetären Basis- und der Zahlungsbilanzidentität darstellen:

B_t	=	$RES_t + CBC_t + OTH_t$
RES_t	=	$RES_{t-1} + FK_t - NKEB_t - NKEP_t$
B	=	monetäre Basis
RES	=	Gold- und Devisenbestand der Schweizerischen Nationalbank
CBC	=	Kredite der Nationalbank an das Bankensystem

OTH	=	sonstiges
FK	=	Ertragsbilanzsaldo
NKEB	=	netto Kapitalexporte des schweizerischen Bankensystems
NKEP	=	netto Kapitalexporte der Nichtbanken, inkl. Fehler und Unterlassungen

Wegen fehlender Statistiken lässt sich die Zahlungsbilanz nicht mehr viel weiter untergliedern. Einige der Bestandesgrößen und einige aggregierte Stromgrößen dieser beiden Identitäten sind in der Tabelle 1 aufgeführt:

Tabelle 1

Variablen ¹	1949	1953	1958	1967	1972	1974
B ²	6.1	6.6	8.9	15.3	21.1	25.5
RES ²	6.5	6.6	8.9	15.5	23.6	24.7
	i = 50, ... 53		i = 54, ... 58	i = 59, ... 67	i = 68, ... 72	i = 73, 74
ΣFK_i		2.0	2.3	- 4.0	6.5	1.8
$\Sigma NKEB_i$		-0.5	-0.2	- 0.7	22.1	- 3.1
$\Sigma NKEP_i$		2.4	0.2	- 9.9	-23.7	3.8

¹ Alle Variablen in Milliarden Schweizer Franken.

² Ohne Swaps.

Diese Zahlen zeigen, dass die Erhöhung der monetären Basis praktisch allein auf aussenwirtschaftliche Transaktionen zurückzuführen ist. Etwas weniger als die Hälfte der Erhöhung der monetären Basis geht im Zeitraum 1950–1974 auf einen Ertragsbilanzüberschuss zurück. Rund die Hälfte der Erhöhung ist das Resultat von Überschüssen in der Kapitalverkehrsbilanz. Die Zusammenstellung in der Tabelle 1 macht es auch verständlich, wieso unter dem System fester Wechselkurse die Geldpolitik der Nationalbank vor allem auf die Abwehr von Kapitalzuflüssen aus dem Ausland gerichtet war.

Das Auslandsgeschäft der Banken nahm insbesondere nach 1966 sprunghaft zu. Betrug die Forderungen der Banken Ende 1966 erst 20 Mrd. Schweizer Franken, so stiegen diese bis zum Übergang zu flexiblen Wechselkursen auf rund 97 Mrd. Schweizer Franken. Etwas geringer fiel in dieser Periode der Anstieg der Verpflichtungen der Banken gegenüber dem Ausland aus. Die Verpflichtungen stiegen «nur» von 19 auf 81 Mrd. Schweizer Franken. Heute beträgt der Anteil der Forderungen an das Ausland rund ein Drittel der gesamten Bilanzsumme der Banken. Gleichzeitig mit der Zunahme des Auslandsgeschäfts der Banken stieg der Nettokapitalimport der Nichtbanken stark an. Angesichts dieses enormen internationalen Kapitalverkehrs überrascht es nicht, dass die Nationalbank mit der Zeit die Kontrolle

über die Geldmenge verlor. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen war letztlich die einzig mögliche Lösung des Problems.

Wie ungünstig vom Standpunkt der Geldversorgung aus sich der Verlauf der Zahlungsbilanz mit der Zeit ausgewirkt hat, kann der Tabelle 2 entnommen werden. In dieser Tabelle sind für die letzten vier Konjunkturzyklen die Durchschnitte der Wachstumsraten des Bruttosozialproduktes, des Konsumentenpreisindex und der Geldmenge M_1 aufgeführt. Es lässt sich sehr schön ablesen, wie die Wachstumsraten der Geldmenge und der Inflation von Zyklus zu Zyklus zugenommen haben. Die Wachstumsraten des realen Bruttosozialproduktes verzeichneten demgegenüber keine echte Zunahme. Der Anstieg der durchschnittlichen Wachstumsrate auf 4,9% im dritten Zyklus ist nicht das Resultat eines Produktivitätsfortschrittes, sondern einzig und allein dem grossen Zustrom ausländischer Arbeitskräfte zu verdanken.

Die Preisstabilität der fünfziger Jahre und der relativ geringe Preisanstieg der sechziger Jahre sind ein Grund für den hohen Stellenwert der Inflationsbekämpfung in der schweizerischen Wirtschaftspolitik.

Tabelle 2

Variablen	Durchschnittliche Wachstumsrate in Prozenten			
	1950–1953	1954–1958	1959–1967	1968–1974
BSP zu laufenden Preisen	4,9	5,5	9,0	9,3
BSP zu konstanten Preisen	3,4	3,6	4,9	3,2
Konsumentenpreisindex	0,8	1,2	2,9	5,9
Geldmenge M_1 (t-1)	*	3,4	7,4	7,4 ¹

* Nicht verfügbar

¹ Durchschnittliche Wachstumsrate 1967–1972: 9,5%.

² Durchschnittliche Wachstumsrate 1973–1974: 1,2%.

3. Die Wahl eines geldpolitischen Zieles

Die Forderung nach einer Ausrichtung der Geldpolitik auf die Geldmenge ist in vielen Fällen, wenn auch nicht immer explizit, für eine geschlossene Volkswirtschaft formuliert worden. So schreibt beispielsweise Milton Friedman in seinem Aufsatz «The Role of Monetary Policy»:

«Of the various alternative magnitudes that it (the monetary authority) can control, the most appealing guides for policy are exchange rates, the price level as defined by some index, and the quantity of a monetary total – ... For the United States in particular, exchange rates are an undesirable guide... Far better to let the

market, through floating exchange rates, adjust to world conditions the 5 per cent or so of our resources devoted to international trade while reserving monetary policy to promote the effective use of the 95 per cent¹.» Für die Schweiz lässt sich das Problem des Abwägens zwischen binnen- und aussenwirtschaftlichen Zielen nicht so eindeutig lösen.

Durch den grossen Anteil des Aussenhandels am Bruttosozialprodukt erhält der Wechselkurs in der Schweiz einen andern Stellenwert als in den USA, was aber nicht heissen muss, dass der Wechselkurs und nicht die Geldmenge als wichtigste Zielgrösse der Geldpolitik dienen soll. Im Gegenteil, eine einseitige Ausrichtung der Geldpolitik auf die Wechselkurse würde längerfristig negative Auswirkungen auf die Wirtschaft mit sich bringen. Ständige Interventionen am Devisenmarkt zur Stabilhaltung des Wechselkurses führen – und diese Erfahrung konnte in den letzten fünfzehn Jahren ständig gemacht werden – zu einem inflationären Geldmengenzuwachstum. Eine Inflation verursacht bekanntlich nicht nur strukturelle Fehlentwicklungen, sondern beeinflusst auch nachhaltig die Entwicklung des Wechselkurses, d.h. eine auf den Wechselkurs ausgerichtete Geldpolitik kann letztlich selbst Ursache von Wechselkursstörungen sein. Beim heutigen Wissensstand ist es nicht möglich, zuverlässige Aussagen über die langfristigen Auswirkungen einer auf die Wechselkurse ausgerichteten Geldpolitik abzugeben. Die Gefahr, dass eine solche Geldpolitik längerfristig destabilisierend wirkt, kann nicht von der Hand gewiesen werden. Deshalb kommt eine vorwiegend auf den Wechselkurs ausgerichtete Geldpolitik nicht in Frage.

Eine Geldpolitik, die ausschliesslich auf konstante Geldmengenwachstumsraten ausgerichtet ist, erscheint – zumindest in einer offenen Volkswirtschaft – ebenfalls problematisch. Mit einer solchen Politik lässt sich zwar auf relativ einfache Weise das Inflationsproblem lösen, doch wird in diesem Fall die Wechselkursbildung völlig den Marktkräften überlassen. Wenn beispielsweise die ausländische Geldpolitik weniger auf ein stabiles Preisniveau abgestimmt ist als die schweizerische, kommt es gezwungenermassen zu einem Steigen des Wechselkurses. Da die Reaktionsgeschwindigkeit von monetären Grössen schneller ist als jene von güterwirtschaftlichen, so erwachsen daraus für die Exportwirtschaft für die Zeit der güterwirtschaftlichen Anpassung an die Wechselkursänderung Konkurrenz Nachteile. Solche Verzerrungen im internationalen Handel können ihrerseits Ursachen für interne Konjunkturschwankungen sein. Diesem Umstand muss durch eine teilweise Beeinflussung der Wechselkursschwankungen Rechnung getragen werden, d.h. die Anpassung der Wechselkurse soll soweit als möglich verzögert und ausgeglichen, jedoch nicht in ihrer Trendentwicklung verhindert werden. Dies kann teilweise mit einer flexibel gehandhabten Geldmengenzuwachspolitik geschehen.

¹ *M. Friedman*: The Role of Monetary Policy, in: The American Economic Review, vol. 58 n° 1 March 1968, S. 15.

Ein anderes Problem der Geldmengenpolitik in einer offenen Volkswirtschaft stellt sich im Zusammenhang mit der Preisentwicklung der Importgüter. Steigen beispielsweise, wie das 1973 und 1974 der Fall war, die Erdölpreise oder die Preise anderer wichtiger Importgüter stark an, so stellt sich für ein Land wie die Schweiz die Frage, ob diese Preissteigerungen bei den Importgütern ausgedrückt in inländischer Währung durch eine entsprechende Geldmengenerhöhung finanziert werden sollen. Für eine teilweise Finanzierung spricht, dass dadurch die Auswirkungen, die bei einer Nichtfinanzierung auf die Konjunkturentwicklung ausgehen würden, zeitlich gestaffelt werden, d. h. man würde der Wirtschaft etwas mehr Zeit zur Anpassung an die veränderte Umwelt geben. Dieser Vorteil muss mit einer Preissteigerung im Inland bezahlt werden. Wir sind der Ansicht, dass eine Teilfinanzierung der Importpreiserhöhungen vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus vorteilhafter ist als ein vollständiger Verzicht auf eine Finanzierung.

Dies sind einige Überlegungen, weshalb für eine offene Volkswirtschaft eine flexible Handhabung der Geldmengenpolitik postuliert wird. Auf Grund der heute vorliegenden Gegebenheiten scheint in den nächsten Jahren in der Schweiz ein Wachstum der Geldmenge im engeren Sinn M_1 zwischen 3 und 7% angebracht zu sein. Die Wahl dieser Bandbreite stützt sich auf die Erfahrungen ab, die in den fünfziger Jahren mit Wachstumsraten in dieser Grössenordnung gemacht worden sind. Ausserdem scheint eine relativ grosse Bandbreite zur Absorption von aussenwirtschaftlichen Störungen notwendig zu sein. Die grosse Bandbreite zwingt zu einer laufenden Überprüfung des kurzfristigen (1 Jahr) Geldmengenziels. Die Bandbreite von 3 bis 7% bedeutet nicht, dass beispielsweise über einen längeren Zeitraum (zwei bis drei Jahre) ein Geldmengenwachstum von 7% als richtig erachtet wird. Mit der Grenze von 7% wird nur gesagt, dass heute Situationen denkbar sind, in denen ein vorübergehendes Geldmengenwachstum von 7% gerechtfertigt sein könnte.

Die Wahl und Bekanntgabe eines bestimmten Geldmengenwachstums hat in der Schweiz keine Tradition. Die Durchsetzung eines bestimmten Geldmengenwachstums wurde erst mit der Einführung der flexiblen Wechselkurse möglich. Vorher bestand die schweizerische Geldpolitik im wesentlichen in der Abwehr von unerwünschten Kapitalzuflüssen aus dem Ausland, um eine durch die Wechselkursstabilität bedingte übermässige Geldmengenausweitung zu verhindern. Die Durchsetzung einer bestimmten Geldpolitik wurde zusätzlich durch ein ungenügendes Notenbankinstrumentarium erschwert. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Januar 1973 ergaben sich für die schweizerische Geldpolitik neue Aspekte. Bereits Ende 1974 wurde erstmals ein Geldmengenziel für 1975 festgelegt und bekanntgegeben. Auf Grund der gemachten Erfahrungen wurde dieses Vorgehen bis heute beibehalten. Bisher erfolgte die Festsetzung eines jährlichen Geldmengenzieles immer am Ende eines Kalenderjahres und stützte sich im wesentlichen auf die erwartete und angestrebte Wirtschaftsentwicklung im

nächsten Jahr ab. Bis zu einem gewissen Grade werden auch die geldpolitischen Zielsetzungen der wichtigsten Handelspartner mitberücksichtigt. Die quantitative Festsetzung des Geldmengenzieles basiert weder auf einem ökonometrischen Modell noch auf einem einer bestimmten geldtheoretischen Richtung zugehörigen Konzept. Letztlich muss die Wahl des Geldmengenziels als Kompromiss von theoretischen Vorstellungen, von politischen Überlegungen und von Erkenntnissen bezeichnet werden, die bei empirischen Untersuchungen gewonnen worden sind. Auf einige der Überlegungen, die im Zusammenhang mit der Festsetzung der Geldmengenwachstumsraten in den letzten beiden Jahren angestellt worden sind, wird im Abschnitt über die praktische Gestaltung der Geldpolitik seit Einführung der flexiblen Wechselkurse noch ausführlicher eingetreten werden.

4. Die Steuerung der Geldmenge

Die Durchsetzung einer zielgerichteten Geldmengenzpolitik erfordert genaue Vorstellungen über den Umfang und den Zeitpunkt der Einflussnahme auf die monetäre Basis. Gleichzeitig muss auch die Art und Weise, wie die monetäre Basis verändert werden soll, geklärt werden. Diese Fragestellungen waren neu, bestand doch früher, wie bereits erwähnt, die schweizerische Geldpolitik vornehmlich in der Abwehr des Zuflusses ausländischer Gelder. Es ist deshalb kaum überraschend, dass auf dem Gebiet der Geldmengensteuerung noch kein endgültiges Konzept gefunden worden ist. Auf Grund der bisherigen Erfahrungen hat sich jedoch das folgende schematische Vorgehen als zweckmässig erwiesen:

1. Festsetzung des Geldmengenwachstums für das nächste Jahr.
2. Bestimmung der Wachstumsrate der monetären Basis, welche zur Erreichung des angestrebten Geldmengenwachstums von M_1 notwendig ist. Die monetäre Basis bildet heute das operationale Ziel der schweizerischen Geldpolitik.
3. Ausarbeitung von Richtlinien für den Umfang und die Art der Erhöhung der monetären Basis im ersten Quartal;
4. Monatliche Erfolgskontrolle. Sofern erforderlich, Revision der ursprünglich festgelegten Erhöhung der monetären Basis.
5. Festsetzung der Erhöhung der monetären Basis für das zweite Quartal usw.

Um die für ein bestimmtes Geldmengenwachstum erforderliche Erhöhung der monetären Basis bestimmen zu können, wird der Geldmultiplikator prognostiziert. Bis zum heutigen Zeitpunkt erfolgt die Prognose des Geldmultiplikators ohne ökonometrisches Modell. Die längerfristige (1 Jahr) Vorhersage des Geldmultiplikators basiert im wesentlichen auf einem Vergleich der Entwicklung des Geldmultiplikators und seiner Komponenten (currency-ratio, reserve-ratio, excess-reserve-ratio and time-deposit-ratio) mit der Entwicklung in früheren ähnlich gelagerten

konjunkturellen Phasen. Die kurzfristige Prognose des Geldmultiplikators basiert dagegen auf einem sehr einfachen mechanistischen Vorgehen. Ausgangspunkt bildet das folgende naive Prognosemodell: Man nehme den Geldmultiplikator des letzten Monats. Zu diesem zähle man die Veränderung des Multiplikators in der entsprechenden Vorjahresperiode, oder mathematisch formuliert:

$$m_t = m_{t1} + m_{t12} - m_{t13} + \varepsilon_t, \text{ wobei}$$

$$m_t = M_t/B_t$$

m_t : Geldmultiplikator

M_t : Geldmenge im engeren Sinn

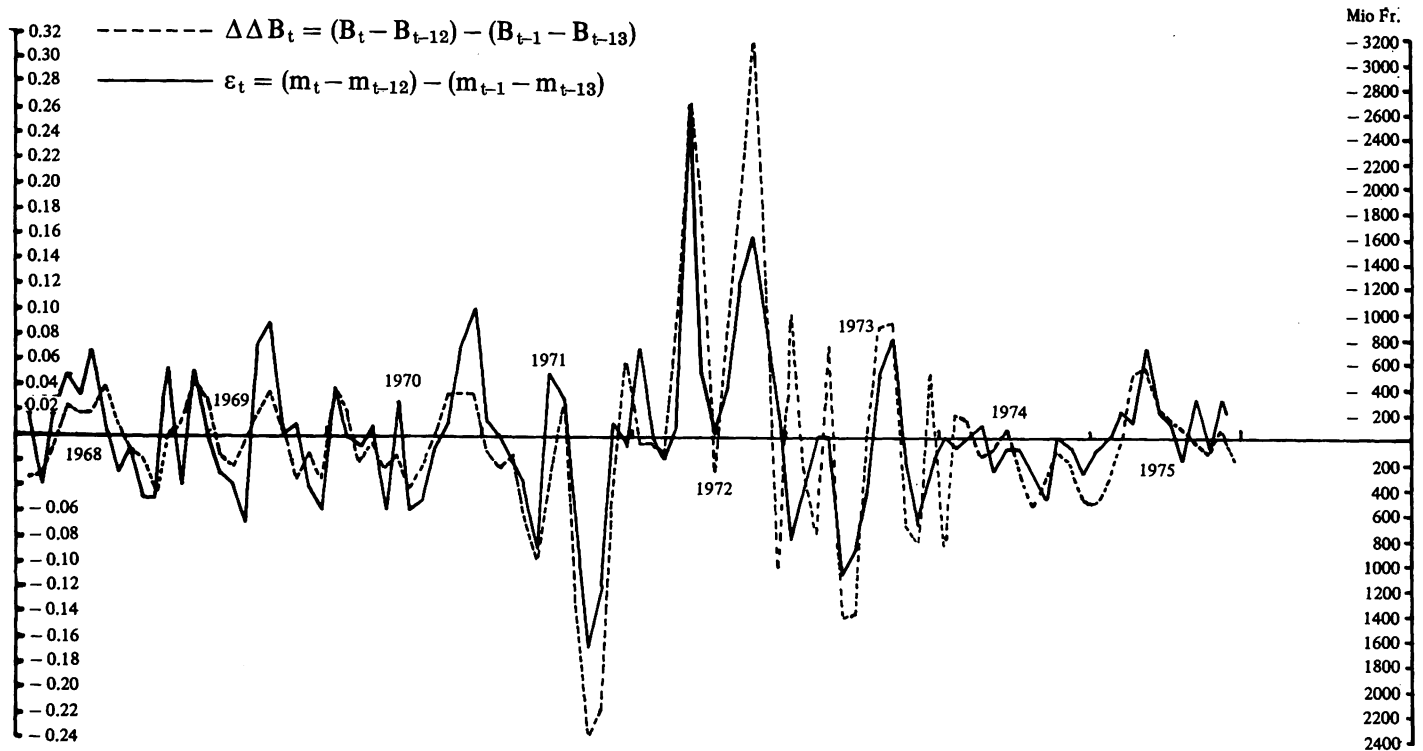
B_t : monetäre Basis

ε_t : Zufallsvariable

E. J. Bomhoff hat gezeigt², dass dieses naive Modell den Geldmultiplikator in den USA besser prognostiziert als beispielsweise das Modell der «St.-Louis-Schüler». In der Schweiz ist ε_t nicht zufällig verteilt, sondern weist ganz spezifische Eigenheiten auf. Der Figur 1 kann entnommen werden, dass ε_t negativ korreliert ist mit der Differenz zwischen der Veränderung der monetären Basis gegenüber dem Vormonat und der Veränderung der monetären Basis in der entsprechenden Vorjahresperiode. Auf Grund dieses Zusammenhanges lassen sich recht gute kurzfristige Prognosen des Multiplikators erstellen. Es ist jedoch vorgesehen, in nächster Zeit die Prognosemethoden zu verbessern. Eine Verbesserung drängt sich auf, weil in der Schweiz der Geldmultiplikator jeweils nicht nur für den nächsten Monat, sondern mindestens für die nächsten drei Monate prognostiziert werden muss. Dies ist notwendig, weil die Geldmengenzahlen erst mit einer Verzögerung von rund 1 ½ Monaten anfallen. Die Steuerung der Geldmenge wird zusätzlich durch die Tatsache erschwert, dass die Geldmenge nur für den letzten Tag eines Monats berechnet werden kann. Es besteht deshalb die Gefahr, dass eine Änderung der Geldmengenzuwachsrates nur das Resultat eines Zufallsfehlers ist. Aus diesem Grund wird eine Änderung des einmal festgelegten Entwicklungspfad der monetären Basis nur dann vorgenommen, wenn mit grosser Sicherheit angenommen werden kann, dass eine systematische Abweichung vom angestrebten Geldmengenzuwachstum eingetreten ist.

² E. J. Bomhoff: Predicting the Money Multiplier, p. 13 A (vervielfältigt). Im Gegensatz zum im folgenden beschriebenen Vorgehen verwendet E. J. Bomhoff in seiner Arbeit ein Box-Jenkins-Modell zur Multiplikatorprognose.

Figur 1



B: Monetäre Basis (Gleitender Dreimonats-Durchschnitt)
 m: Geldmultiplikator (M_1/B)

5. Die Steuerung der monetären Basis

Die bereinigte monetäre Basis (= monetäre Basis – Refinanzierungskredite der Nationalbank)³ steht unter der Kontrolle der Schweizerischen Nationalbank. Auf den ersten Blick sollte es deshalb keine Schwierigkeiten geben, die Entwicklung der monetären Basis im gewünschten Ausmass voranzutreiben. In der Praxis entstehen aber Schwierigkeiten aus dem Versuch, die Wechselkursentwicklung zu beeinflussen, d.h. erratische Ausschläge zu vermeiden. Die Entwicklung der letzten drei Jahre hat gezeigt, dass Interventionskäufe im Umfang von mehreren hundert Millionen Schweizer Franken notwendig sind, um die bei Währungsunruhen auftretenden starken Kursausschläge des Schweizer Frankens zu vermeiden oder abzuschwächen. Da für 1976 beispielsweise eine Erhöhung der bereinigten monetären Basis um maximal 1,5 Mrd. Schweizer Franken (= 6%) in Aussicht genommen ist, genügen also zwei bis drei kleinere Währungsunruhen zum Überschreiten des Zieles.

Zusätzlich kompliziert wird die Steuerung der monetären Basis durch die Tatsache, dass den traditionellen Notenbankinstrumenten in der Schweiz aus institutionellen Gründen nur eine relativ geringe Bedeutung zukommt. Zur Beeinflussung der monetären Basis wurden deshalb andere Instrumente gewählt. Insbesondere wird die Tatsache ausgenützt, dass die schweizerischen Banken umfangreiche Kapitalexporte vornehmen. Ein Teil dieser Kapitalexporte⁴ erfordert die Bewilligung durch die Nationalbank. Seit Ende 1974 muss die Konversion sämtlicher bewilligungspflichtiger und auf Schweizer Franken lautenden Kapitalexporte bei der Nationalbank durchgeführt werden⁵. 1975 mussten beispielsweise bei der Nationalbank rund 9 Mrd. Franken in ausländische Währungen gewechselt werden. Dank diesen enormen Kapitalkonversionen war es über weite Strecken möglich, sowohl die Entwicklung der monetären Basis unter Kontrolle zu halten als auch die Nachfrage nach ausländischen Devisen zu verstetigen. In der Praxis sieht das Vorgehen ungefähr so aus: Liegt die monetäre Basis über dem angestrebten Entwicklungspfad, so gibt die Nationalbank den Banken bei der Erfüllung der Konversionspflicht Devisen aus ihren eigenen Beständen. Liegt dagegen die

³ Vgl. zur Definition der monetären Basis: Revision der Geldmengenstatistik. Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Heft Nr.8, August 1975. Sofern im folgenden bei der monetären Basis Monatsdurchschnitte verwendet werden, weicht die Definition aus Datengründen etwas von der offiziellen Definition ab, indem zur monetären Basis der Notenumlauf, die Giro Guthaben der Banken und Privaten bei der Nationalbank und die nicht sterilisierten Giro Guthaben des Bundes bei der Nationalbank gerechnet werden.

⁴ Vgl. zur Reglementierung: Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Art. 8.

⁵ Dieses Vorgehen wurde bereits früher angewendet, zum erstenmal im Jahr 1971. Ein Grund für dieses Vorgehen besteht darin, dass multinationale Gesellschaften teilweise ihre in der Schweiz aufgenommenen Gelder als Kassa in Schweizer Franken halten. Diese Möglichkeit besteht zwar auch nach der Erfüllung der Konversionspflicht, die Kosten der Kassahaltung werden jedoch durch die Konversionspflicht ungünstig beeinflusst.

monetäre Basis auf oder unter dem gewünschten Stand, so werden die Devisen durch Interventionen am Devisenmarkt erworben. Die Entscheidung über den Zeitpunkt der Intervention hängt von der Beurteilung der Lage auf dem Devisenmarkt ab. Kurzfristig, d. h. über einen Zeitraum von ungefähr einem Monat, kann somit die Entwicklung der monetären Basis durch wechselkurspolitische Überlegungen dominiert werden. Tritt jedoch ein stärkeres Abweichen vom angestrebten Wachstum der monetären Basis ein, so erfolgt eine entsprechende Korrektur. Sofern es die Situation auf dem Devisenmarkt erlaubt, wird die Korrektur mit Hilfe von Interventionen am Devisenmarkt durchgeführt. Im allgemeinen wird versucht, die Tätigkeit der Devisenabteilung auf die Anforderungen der Geldmengenpolitik abzustimmen. Diese Abstimmung fällt deshalb besonders leicht, weil die Zahl der Mitarbeiter bei der Schweizerischen Nationalbank klein ist. Es findet deshalb ein effizienter Informationsaustausch statt. Grössere Interventionen am Devisenmarkt, die zu einer Ausdehnung der monetären Basis über den vorgesehenen Rahmen führen, werden erst nach Rücksprache mit der Notenbankleitung getätigt. Spätestens am nächsten Tag liegen die Informationen über sämtliche Transaktionen vor, welche die monetäre Basis beeinflusst haben. Korrekturen am Verlauf der monetären Basis können deshalb sehr schnell geplant und – sofern notwendig – vorgenommen werden.

Der Kapitalexport der Banken war 1975 ausnehmend gross. Auf Grund früherer Erfahrungen muss mit einem Rückgang der Kapitalexporte beim Einsetzen eines Konjunkturaufschwungs gerechnet werden. In diesem Fall werden die übrigen, bereits bisher zur Steuerung der monetären Basis eingesetzten Instrumente vermehrt eingesetzt werden. In erster Linie wird man Sterilisierungsreskriptionen des Bundes an die Banken abgeben bzw. von den Banken übernehmen und/oder man wird die Mindestguthaben auf in- und ausländischen Einlagen variieren. In diesem Zusammenhang muss erwähnt werden, dass die Möglichkeit der Schweizerischen Nationalbank zur Einforderung von Mindestguthaben auf einem Notstandsgesetz basiert und bis Ende 1978 befristet ist. Bis zu diesem Zeitpunkt hofft man die Revision des Nationalbankgesetzes abzuschliessen. Im neuen Gesetz soll unter anderem die Möglichkeit zur Einforderung von Mindestguthaben gesetzlich verankert werden.

Zu Beginn dieses Jahres wurde von einer weiteren Möglichkeit zur Steuerung der monetären Basis Gebrauch gemacht. Der Bund nimmt im Hinblick auf das grosse Budgetdefizit im kommenden Jahr und die flüssige Verfassung des Kapitalmarktes gegenwärtig mehr Geld in Form von Anleihen und Bankkrediten auf, als er zur Deckung seines Defizites in diesem Jahr benötigt. Das nicht benötigte Geld wird auf dem Konto der Schweizerischen Nationalbank stillgelegt. Auf diese Art wurde die übermässige Ausdehnung der monetären Basis korrigiert, die im Januar als Folge der Währungsunruhen entstanden war. Es ist vorgesehen, die monetäre Basis im nächsten Jahr durch eine schrittweise Auflösung der von der Regierung

stillgelegten Gelder zu erhöhen. Damit die Geldpolitik nicht durch das Verhalten des Bundes (z. B. durch einen unerwartet schnellen Abbau der stillgelegten Guthaben) durchkreuzt wird, wurde der Informationsaustausch zwischen der Bundesverwaltung und der Nationalbank über die Kassahaltungspolitik des Bundes verstärkt.

Auf eine eher ungewöhnliche Art wurde die restriktive Geldpolitik in der Anfangsphase der flexiblen Wechselkurse durchgeführt. Vereinfacht könnte man das Vorgehen als Einforderung von Mindestreserven auf denjenigen inländischen Krediten bezeichnen, die über einem bestimmten von der Nationalbank vorher festgelegten Stand der inländischen Kredite lagen. In der Praxis sah das Vorgehen wie folgt aus⁶: Die Nationalbank bestimmte für einen Zeitraum (im allgemeinen für ein Jahr) die erlaubte Kreditzuwachsrate in Prozenten des am 31. Juli 1972 zulässigen Standes der inländischen Kredite. Von Anfang 1973 bis April 1974 betrug die zulässige Zuwachsrate 6%. Anschliessend wurde sie bis zum Auslaufen der Kreditbegrenzung im ersten Quartal 1975 auf 7% erhöht. Überschritt eine Bank die festgelegte Kreditzuwachsrate, so musste diese Bank den Betrag der Überschreitung auf ein Konto bei der Nationalbank einbezahlen, das bis zum Ausgleich der Kreditüberschreitung, mindestens aber während drei Monaten gesperrt blieb. Bereits beim ersten Stichtag zeigte es sich, dass die Einforderungen der gesamten Überschreitungen zu schweren Störungen am Geldmarkt geführt hätten. Deshalb wurde nur ein Teil der Überschreitungen eingefordert. Diese flexible Haltung in bezug auf die Einforderungen wurde bis zum Ende der Kreditbegrenzung beibehalten. Die Entscheidung über den Umfang des einzufordernden Teils wurde von der Entwicklung am Geldmarkt abhängig gemacht. Man wollte verhindern, dass der Übergang zur restriktiven Geldpolitik zu abrupt ausfiel.

Ebenfalls etwas ungewöhnlich ist die Art und Weise, wie in der Schweiz saisonale Liquiditätsprobleme oder die durch ein vorübergehendes Unterschreiten des angestrebten Wachstums der monetären Basis ausgelösten Liquiditätsprobleme behoben werden. Die Lösung solcher Liquiditätsprobleme wird mit Hilfe von Devisenswaps durchgeführt, d. h. die Nationalbank übernimmt von den Banken für die Dauer von einigen Tagen bis zu drei Monaten ausländische Devisen und gibt dafür Schweizer Franken ab. Nach Ablauf der vereinbarten Frist erfolgt das Gegengeschäft. Die Kosten der Swaps richten sich nach den jeweiligen Zinssätzen auf dem Geldmarkt. Der Abschluss von Swaps erreicht insbesondere über die Quartalsultimos, ganz besonders aber über die Jahresultimos ein beträchtliches Ausmass. Der Umfang der von den Banken beanspruchten Swaps hängt einerseits von der aktuellen Liquiditätsslage der Banken und andererseits von deren Vorstellungen über den aus publizistischen Gründen gewünschten Liquiditätsgrad ab. Die Bedeutung der Swaps für den Geldangebotsprozess ist bisher noch nicht systema-

⁶ Vgl.: 66. Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank 1973, S. 41–43, 67. Geschäftsbericht 1974, S. 50/51, und 68. Geschäftsbericht 1975, S. 42.

tisch untersucht worden. Einige einfache Analysen deuten darauf hin, dass den Swaps eine ähnliche Funktion zukommt wie den traditionellen Formen des Notenbankkredites, d. h. den Lombard- und Diskontkrediten der Nationalbank an die Banken.

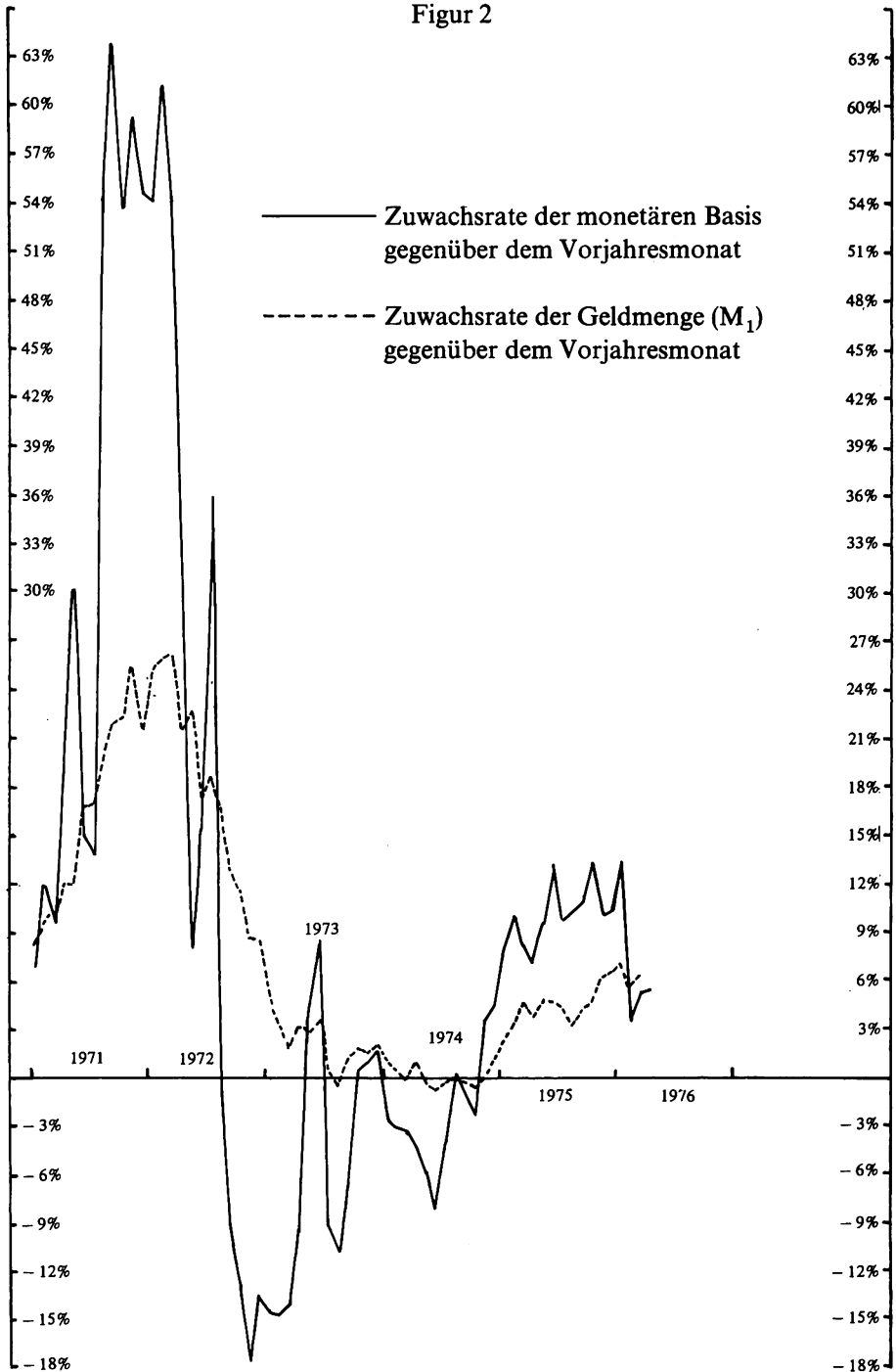
6. Die Geldpolitik unter dem System flexibler Wechselkurse: 1973–1976

Die Geldpolitik unter flexiblen Wechselkursen kann in drei Perioden unterteilt werden: In der ersten Periode, die von der Einführung der flexiblen Wechselkurse bis Mitte 1974 dauert, wurde eine restriktive Geldpolitik betrieben, um den 1971/72 entstandenen Liquiditätsüberhang zu absorbieren. Die daran anschliessende expansive Geldpolitik fand anfangs 1976 ihr Ende. Die laufende Geldpolitik kann am besten mit «Übergang zu einem kontinuierlichen Geldmengenwachstum» umschrieben werden. Im folgenden wird die Geldpolitik dieser drei Perioden anhand der Entwicklung der monetären Basis und der Geldmenge im engeren Sinn beschrieben und erläutert.

a) Die Periode 1973 bis Mitte 1974

Dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen waren enorme Kapitalzuflüsse nach der Schweiz vorausgegangen. Vor allem in der zweiten Hälfte 1971 löste der enorme Kapitalzufluss, welcher im Zusammenhang mit der Aufhebung der Geldkonvertibilität des Dollars erfolgte, eine kaum für möglich gehaltene Erhöhung der monetären Basis aus (vgl. Fig. 2). Der Anstieg der monetären Basis um mehr als 50% innerhalb weniger Monate führte zu einem inflationären Geldmengenwachstum. Während knapp einem Jahr (August 1971 bis Mai 1972) schwankten die Wachstumsraten der Geldmenge M_1 zwischen 20 und 26,1%. Dieses für schweizerische Verhältnisse enorme Geldmengenwachstum blieb nicht ohne Folgen. Unter anderem stieg die Zunahme des Konsumentenpreisindex von durchschnittlich 3,6% im Jahre 1970 auf 6,6% Ende 1971. Der scharfe Preisanstieg schuf endlich ein günstigeres politisches Klima für eine wirksame Inflationsbekämpfung. Bereits vor Einführung der flexiblen Wechselkurse wurden Massnahmen gegen das inflationäre Geldmengenwachstum ergriffen. Wie der Figur 2 entnommen werden kann, gelang es ab Mitte 1972, die monetäre Basis abzubauen. Der Abbau erfolgte vor allem durch Einforderung von Mindestguthaben auf in- und ausländischen Verbindlichkeiten sowie durch die Zwangskonversion von Kapitalexporten der Banken bei der Nationalbank. Durch den Ausbruch einer Pfundkrise in der zweiten Junihälfte 1972 wurde wegen des damit verbundenen Kapitalzustroms der Abbau der monetären Basis vorübergehend unterbrochen. Als am 23. Januar 1973 die

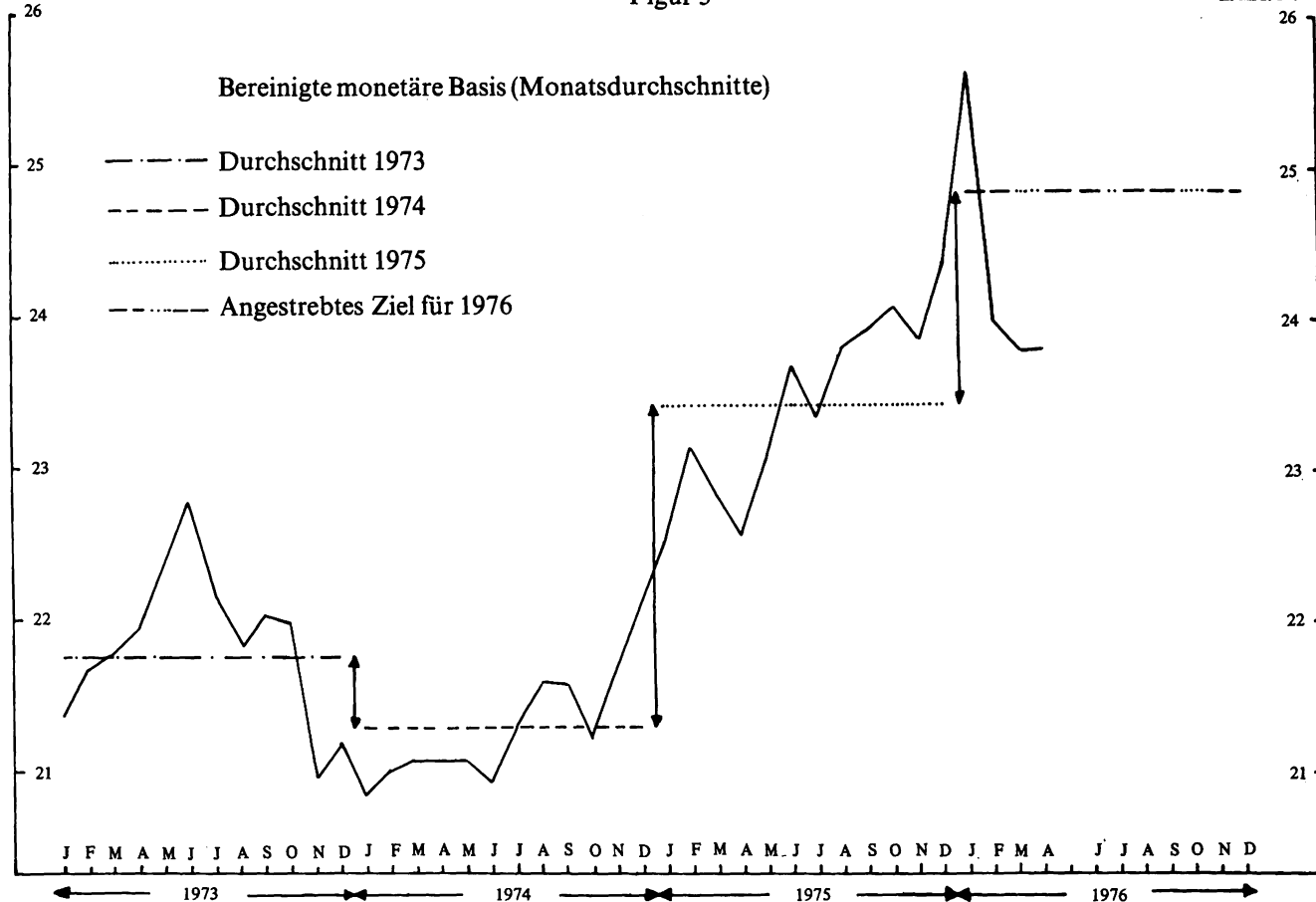
Figur 2



In Mrd. Fr.

Figur 3

In Mrd. Fr.



festen Wechselkurse aufgehoben wurden, waren die Voraussetzungen für eine Weiterführung der restriktiven Geldpolitik gegeben⁷. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen wurde in der Schweiz vor allem damit begründet, dass weitere Interventionen am Devisenmarkt zur Aufrechterhaltung des Systems fester Wechselkurse wegen der damit verbundenen Erhöhung der monetären Basis die Bemühungen zur Inflationsbekämpfung unglaublich machen würden.

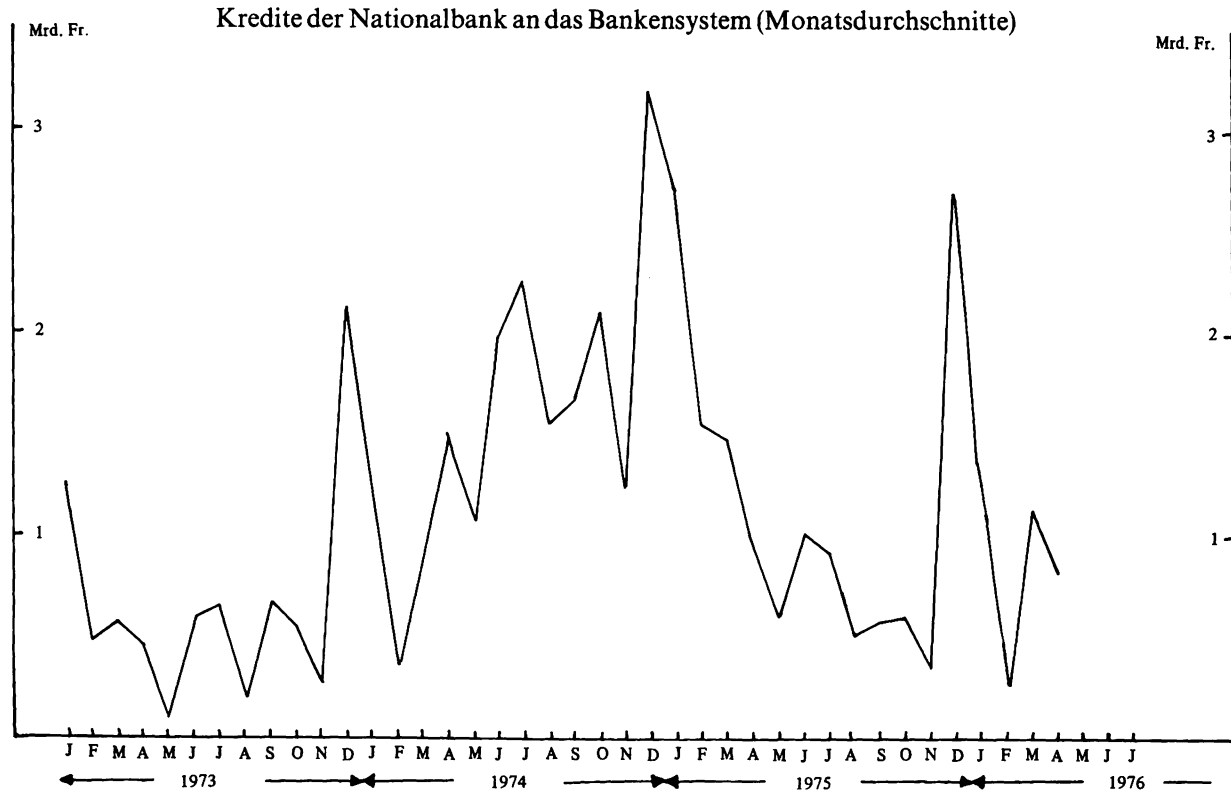
Kurze Zeit nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen setzte eine starke Aufwertung des Schweizer Frankens ein. Im Februar 1973 wurde durch Stützungskäufe versucht, die Aufwertung zu verhindern. Die Wirkung der Interventionen blieb gering, dafür entstand erneut die Gefahr einer inflationären Ausweitung der Geldmenge. Vor die Alternative «stabile Wechselkurse oder Inflationsbekämpfung» gestellt, entschied sich die Nationalbank für das letztere. Von Februar 1973 bis Januar 1975 fanden keine Interventionskäufe mehr statt. Trotz Verzicht auf umfangreiche Interventionen nahm die bereinigte monetäre Basis (vgl. Fig. 3) in der Folge recht stark zu. Als sich dann die Wechselkurssituation etwas verbesserte, nahm die restriktive Geldpolitik wieder ihren Fortgang. Mit Hilfe der Sterilisierung der Gelder, welche die Banken für Kreditüberschreitungen einzahlen mussten, wurde in der zweiten Jahreshälfte die Ausdehnung der bereinigten monetären Basis in den ersten sechs Monaten mehr als kompensiert. Von November 1973 bis Juni 1974 wurde dann die bereinigte monetäre Basis auf dem Niveau von 21 Mrd. Franken stabilisiert. Vergleichsweise betrug die bereinigte monetäre Basis anfangs 1972 noch rund 25,5 Mrd. Franken. Auf eine Erhöhung der bereinigten monetären Basis wurde bis Mitte 1974 verzichtet, weil man zuerst das durch die Kapitalzuflüsse in den Jahren 1971/72 entstandene «Inflationspotential» abbauen wollte. Dank dem beträchtlichen Abbau der monetären Basis und deren anschliessenden Stabilisierung wurde das Geldmengenwachstum rasch unter Kontrolle gebracht. Innerhalb von neun Monaten sank die Jahreszuwachsrate der Geldmenge M_1 von 22,6% (Mai 1972) auf 3,5% (Februar 1973). In der Folge lagen mit Ausnahme von Juni 1973 (+ 3,7%) die Zuwachsraten der Geldmenge M_1 während mehr als zwei Jahren unter 3,5%. Die restriktive Geldpolitik zwang die Banken mit der Zeit nicht nur über die Monatsultimos, sondern dauernd Notenbankkredite in Anspruch zu nehmen (vgl. zur Entwicklung der Notenbankkredite Fig. 4). Diese Entwicklung wird deshalb besonders erwähnt, weil normalerweise den Notenbankkrediten in der Schweiz ausser über die Ultimos keine besondere Bedeutung zukommt.

b) Die Periode Mitte 1974–1975

Mitte 1974 gelangte die Nationalbank zur Ansicht, dass der Liquiditätsüberhang abgetragen sei und eine massvolle Erhöhung der bereinigten monetären Basis

⁷ Vgl. «Bundesbeschluss über Massnahmen auf dem Gebiete des Kreditwesens vom 20. Dezember 1972» im 66. Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank 1973.

Figur 4



wieder angebracht sei. Anfänglich wurde keine explizite Zielsetzung der Geldpolitik bekanntgegeben. Im Herbst 1974 wurde mit der Ausarbeitung von Geldmengenzielen für 1975 begonnen. In den ersten Tagen des Jahres 1975 wurden die Zielsetzungen für 1975 veröffentlicht. Sowohl für die Geldmenge M_1 als auch für die bereinigte monetäre Basis wurde eine Jahreszuwachsrate von 6% in Aussicht genommen. Das Ziel von M_1 war dabei das primäre und das Ziel für die monetäre Basis das abgeleitete Ziel. Die Zielsetzungen stützten sich auf die Volkseinkommensprognosen der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen ab. In diesen Prognosen (vgl. Tab.3) wurde ein Rückgang der Inflation angenommen. Mit einer Zuwachsrate der Geldmenge M_1 von 6% wollte man die Voraussetzungen für einen möglichst ungestörten langfristigen Abbau der Inflation schaffen. Insbesondere wollte man mit einer stufenweisen Rückkehr zu stabilen Preisen die Störungen der Wirtschaft vermeiden, die mit einer abrupten Änderung der Inflationserwartungen verbunden sind. Sehr schnell erwiesen sich die Wirtschaftsprognosen für 1975 als zu optimistisch (vgl. die Gegenüberstellung der Prognosen mit den ersten provisorischen Ergebnissen für 1975 in der Tabelle 3). Der Geldmultiplikator sank, und eine Erhöhung der bereinigten monetären Basis um 6% genügte deshalb zur Erreichung des Geldmengenziels nicht mehr. Bereits im Frühling 1975 wurde als neues Ziel eine durchschnittliche Erhöhung der bereinigten monetären Basis um ungefähr 10% ins Auge gefasst. Eine Änderung des Geldmengenziels wurde nicht vorgenommen. Im Gegenteil, eine expansiv wirkende Geldmengenerhöhung von 6% schien trotz geringen Wirtschaftswachstums tolerierbar zu sein, ohne dass dadurch die Gefahr einer verstärkten Inflationstendenz entstand. Anfänglich blieben die Zuwachsraten der Geldmenge M_1 unter der angestrebten Zielsetzung von 6%. Da die Zuwachsraten aber steigende Tendenz aufwiesen, wurde am monetären Basis-Ziel festgehalten. Wie der Figur 3 entnommen werden kann, liess sich die Erhöhung der bereinigten monetären Basis ziemlich gleichmässig vornehmen. Das Ausbleiben grosser Währungsunruhen machte eine kontinuierliche Geldpolitik möglich. Während das revidierte Ziel für das Wachstum der monetären Basis von 10% eingehalten werden konnte, wurde mit einer durchschnittlichen Zunahme der Geldmenge M_1 von 4,4% das angestrebte Geldmengenwachstum nicht ganz erreicht.

Tabelle 3

	Prognose ¹ 1975	Effektiv 1975
Nominales Bruttoinlandsprodukt	+ 5,9%	- 1,1%
BIP-Deflator	+ 5,9%	+ 6,3%
Reales BIP	0,0%	- 7,0%

¹ Prognose der Arbeitsgruppe für Wirtschaftsprognosen, erstellt im Herbst 1974.

Die Erhöhung der bereinigten monetären Basis erfolgte im wesentlichen über den Ankauf von Devisen. Einen wesentlich geringeren Beitrag steuerte die Herabsetzung der Mindestguthaben auf ausländischen Verbindlichkeiten bei. Aus dem Freiwerden von vorübergehend auf Grund von Überschreitungen der Kreditzuwachsbeschränkung stillgelegten Geldern ergab sich eine weitere Erhöhung der bereinigten monetären Basis. Aus Rücksicht auf die angestrebte Zielsetzung wurde durch Ausgabe von Sterilisierungsreskriptionen ein Teil der Erhöhung wieder abgebaut. Ein Teil der zusätzlichen monetären Basis benützten die Banken zur Rückzahlung von Notenbankkrediten. Im Laufe des Jahres 1975 verloren die Notenbankkredite wieder an Bedeutung und sanken auf das Niveau, welches sie vor dem Einsetzen der restriktiven Geldpolitik im Jahre 1973 aufgewiesen hatten.

c) Die Periode 1976–

Analog zu 1975 wird auch 1976 ein durchschnittliches Wachstum der Geldmenge M_1 von 6% angestrebt. Eine grössere Zuwachsrate hätte längerfristig die bisherigen Erfolge bei der Inflationsbekämpfung gefährdet. Eine niedrigere Zuwachsrate hätte sich vom binnenwirtschaftlichen Gesichtspunkt aus rechtfertigen lassen. Angesichts der im Vergleich zur Schweiz expansiveren Geldpolitik in den meisten übrigen Industrieländern hegte man bei der Festlegung des Geldmengenziels Bedenken, dass eine solche Geldpolitik zu einer noch stärkeren Aufwertung des Schweizer Frankens führen könnte. Das Geldmengenziel für 1976 kann, etwas vereinfacht ausgedrückt, als ein Kompromiss zwischen binnen- und aussenwirtschaftlichen Anforderungen an die Geldmengenpolitik betrachtet werden.

Eine grobe Schätzung ergab, dass beim prognostizierten Wachstum des nominalen Bruttosozialprodukts um $3\frac{1}{2}$ bis $4\frac{1}{2}$ % zur Erreichung des Geldmengenziels eine Erhöhung der bereinigten monetären Basis um 4–6% genügen dürfte, d. h. eine um 6–4% geringere Erhöhung als 1975.

Statt auf den flacheren Wachstumspfad der bereinigten monetären Basis einzuschwenken, ergab sich im Januar als Resultat von umfangreichen Interventionen am Devisenmarkt die stärkste Zunahme der bereinigten monetären Basis seit der Einführung der flexiblen Wechselkurse (+13,8% gegenüber Januar 1975). Damit verbunden war ein Überschreiten des Geldmengenziels Ende Januar mit einer Jahreszuwachsrate von 7,2%. Bereits im Februar erfolgte die Korrektur der Entwicklung der bereinigten monetären Basis. Mit Hilfe umfangreicher Kapitalaufnahmen des Bundes wurden dem Markt jene Mittel wieder entzogen, die im Januar zur Beruhigung des Devisenmarktes den Banken zugeflossen waren. Damit konnte nicht nur der Anstieg der bereinigten monetären Basis, sondern auch der Anstieg der Geldmenge auf den angestrebten Wachstumspfad zurückgebracht werden. Bisher hat sich eine Revision der für 1976 festgelegten Ziele noch nicht aufgedrängt.

7. Auswirkungen der Geldpolitik

Im folgenden werden die Auswirkungen der Geldpolitik der letzten drei Jahre diskutiert. Dabei wird eine willkürliche Trennung vorgenommen, indem zuerst die Auswirkungen auf den allgemeinen Wirtschaftsverlauf und anschliessend die Auswirkungen auf den Wechselkurs des Schweizer Franks behandelt werden. Die Trennung wird deshalb vorgenommen, weil der Wechselkursfrage in einer offenen Volkswirtschaft eine zentrale Bedeutung zukommt.

a) Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum

Mit der Geldmengenpolitik der letzten drei Jahre wurde in erster Linie eine Rückkehr zu stabilen Preisen angestrebt. Der Abbau der Inflationsraten sollte dabei gleitend und ohne grosse Störungen des Wirtschaftswachstums erfolgen. Ein Blick auf die Konsumpreisentwicklung der letzten Jahre zeigt (vgl. Fig. 5), dass das Ziel eines stabilen Preisniveaus beinahe schon erreicht ist. Der Rückgang der Inflationsrate ging schneller als erwartet vor sich. Ebenfalls unerwartet kam im letzten Jahr die schwerste Rezession der Nachkriegszeit. In der Tabelle 4 sind einige Zuwachsraten der wichtigsten Bestandteile des Volkseinkommens für die Jahre 1972–1975 sowie die Prognosen für 1976 aufgeführt. Aus dieser Zusammenstellung geht das Ausmass der Rezession sehr deutlich hervor. Es ist im Moment nicht

Tabelle 4

	1972	1973	1974	1975 ¹	1976 ²
	Prozent Änderung				
BIP, nominal	13,2	11,4	8,3	– 1,1	4,4
BIP, real	3,2	3,2	2,0	– 7,0	1,3
Konsum, real	5,5	2,3	– 0,5	– 2,5	0
Bauinvestitionen, real	10,6	0,6	– 9,5	–25,0	–10,0
Ausrüstungsinvestitionen, real	2,2	– 0,4	– 0,2	–13,0	– 3,0
Export, real	6,3	7,5	1,2	– 6,9	2,4
Import, real	7,5	6,5	– 1,4	–15,5	1,0
BIP-Deflator	9,6	8,1	6,6	6,3	3,0
Konsumpreis-Deflator	7,5	9,1	9,5	6,5	3,5
Investitionspreis-Deflator	9,2	6,7	5,4	– 1,1	0,2
Exportpreis-Deflator	4,9	4,6	12,8	3,2	2,9
Importpreis-Deflator	2,0	6,3	17,9	– 2,9	2,1

¹ Provisorisch.

² Prognose (September 1975).

Figur 5

Zuwachsrate des Konsumpreisindex gegenüber dem Vorjahresmonat



möglich anzugeben, inwieweit die restriktive Geldmengenpolitik der Jahre 1973/74 für die Rezession verantwortlich ist. Einerseits sind die Daten der Nationalen Buchhaltung für die Jahre 1969–1975 erst seit Februar dieses Jahres verfügbar.

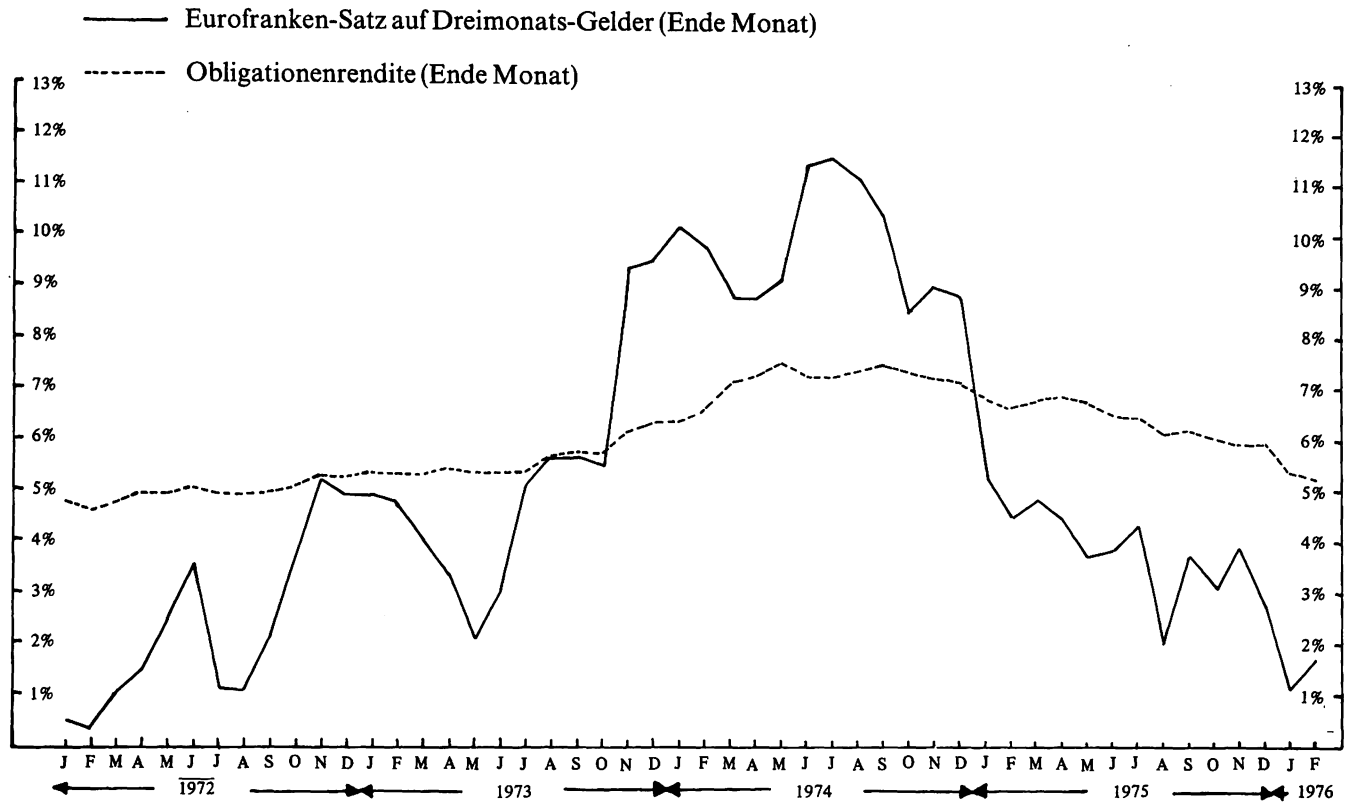
Wegen einer Revision der Volkseinkommensrechnung war die Publikation der Volkseinkommensstatistik in den letzten sechs Jahren eingestellt worden. Eine eingehende Analyse der Wirtschaftsentwicklung konnte in der kurzen Zeit seit Erscheinen der neuen Statistiken nicht durchgeführt werden. Abgesehen davon ist es in einer so offenen Volkswirtschaft wie der schweizerischen ohnehin sehr schwierig, festzustellen, zu welchen Teilen der Wirtschaftsverlauf durch binnenwirtschaftliche bzw. aussenwirtschaftliche Faktoren bestimmt wird. Zu diesen Schwierigkeiten kommt die Erdölkrise mit ihren Auswirkungen auf das Wirtschaftsgeschehen und die Wechselkurse hinzu. Ebenfalls noch nicht abzuschätzen ist der Einfluss, welcher von der enormen Aufwertung des Schweizer Frankens auf die Wirtschaftstätigkeit ausgegangen ist und noch ausgehen wird. Ein anderer Teil der heutigen Schwierigkeiten ist auf den grossen Leerwohnungsbestand zurückzuführen. Dieser ist das Resultat der inflationsbedingten Überproduktion von Wohnungen in den ersten siebziger Jahren.

Es ist letztlich dieses Zusammentreffen der restriktiven Geldmengenpolitik mit der Erdölkrise, dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen und der Rezession im Ausland, welches eine abschliessende Beurteilung der Geldmengenpolitik der letzten drei Jahre verhindert.

b) Auswirkungen auf den Wechselkurs

Mit der Entscheidung, die Geldpolitik auf die Geldmenge auszurichten, ist im Prinzip auch die Entscheidung getroffen, die Bestimmung des Wechselkurses den Marktkräften zu überlassen. Da die Schweiz während den letzten drei Jahren im internationalen Vergleich sehr niedrige Geldmengenzuwachsraten aufwies, entsprach eine Aufwertung des Schweizer Frankens den theoretischen Erwartungen. Es wurde dann auch der Nationalbank, insbesondere 1974 als die kurzfristigen Zinssätze (vgl. zur Zinssatzentwicklung in der Schweiz Fig. 6) auf ein in der Schweiz nicht für möglich gehaltenes Niveau kletterten, vorgeworfen, mit ihrer restriktiven Geldpolitik den Wechselkurs in nicht zu verantwortender Weise in die Höhe zu treiben. Die Forderung nach einer Aufgabe der restriktiven Geldpolitik und massiven Interventionen am Devisenmarkt wurde immer häufiger gestellt. Diesen Forderungen wurde nicht nachgegeben, obwohl die Aufwertung des Schweizer Frankens ein Ausmass annahm, welches nicht mehr allein mit einer im Vergleich zum Ausland unterschiedlichen Geldmengenpolitik und Wirtschaftsentwicklung erklärt werden konnte (vgl. zur Entwicklung des Schweizer-Franken-Kurses Fig. 7). Verschiedene Indizien sprechen dafür, dass die Entwicklung des Schweizer-Fran-

Figur 6



ken-Wechselkurses auch durch den Tatbestand beeinflusst wird, dass der Schweizer Franken im Ausland als zuverlässigstes Wertaufbewahrungsmittel betrachtet wird. Bis vor kurzem teilte der Schweizer Franken diese Funktion mit dem Gold. Dies geht unter anderem daraus hervor, dass beispielsweise bis zu den «Goldbeschlüssen» von Jamaica der Wechselkurs Schweizer Franken/DM in zahlreichen Phasen parallel zum Goldpreis pro Unze in Dollars verlief. Insbesondere bei Währungsunruhen oder politischen Krisen stand der Schweizer Franken unter grossem Aufwertungsdruck.

Um zu verhindern, dass der Wechselkurs des Schweizer Frankens zusätzlich zu den fundamentalen Aufwertungsfaktoren (restriktive Geldpolitik, niedrige Inflationsrate usw.) noch durch spekulative und risikomotivierte Kapitalzuflüsse in die Höhe getrieben wird, wurden verschiedene Massnahmen zur Abwehr unerwünschter Kapitalzuflüsse ergriffen. Die Ausgestaltung der Massnahmen wurde durch ungenügende Informationen über den Kapitalverkehr erschwert. Deshalb wurden neben den eigentlichen Massnahmen gegen den Zufluss ausländischer Gelder auch Vorschriften erlassen, die auf eine verbesserte Kapitalverkehrsstatistik und eine bessere Transparenz des Devisenhandels hin tendierten.

Im Mittelpunkt der Massnahmen steht das sogenannte Verzinsungsverbot und der Negativzins. Anfänglich war es den Banken nur untersagt, Zinsen auf neu zufließenden ausländischen Geldern in Schweizer Franken zu zahlen. Mit der Zeit wurden die Massnahmen verschärft, indem das Verzinsungsverbot auf den gesamten Bestand an ausländischen Geldern in Schweizer Franken ausgedehnt und eine Kommission von 10% pro Quartal auf Geldern festgelegt wurde, die seit Ende Oktober 1974 zugeflossen sind. Diese Vorschriften können durch Swapgeschäfte umgangen werden. Die Nationalbank hat deshalb die Banken angewiesen, das Volumen der Terminverkäufe von Schweizer Franken an Ausländer zu reduzieren. Im weiteren sind die Banken verpflichtet, täglich die Fremdwährungsverbindlichkeiten durch Fremdwährungsforderungen mindestens auszugleichen und den Abschluss von grösseren Devisenabschlüssen der Nationalbank zu melden.

Die Abwehrmassnahmen sind sicher nicht perfekt, bestehen doch zahlreiche Möglichkeiten zur Umgehung der Massnahmen. Sofern die Massnahmen einen Beitrag zur Verhinderung eines überhöhten Frankenkurses leisten, erfüllen sie ihren Zweck. Solange aber die Frage nach den Bestimmungsgründen der Wechselkursentwicklung des Schweizer Frankens nicht geklärt ist, wird eine abschliessende Beurteilung der Abwehrmassnahmen nicht möglich sein.

8. Ausblick

Vor die Wahl «stabile Preise oder stabile Wechselkurse» gestellt, hat sich die Nationalbank für stabile Preise entschieden. Diese Entscheidung wurde anfänglich von weiten Kreisen kritisiert. Je mehr die Inflationsrate aber zurückgeht, um so

Figur 7



mehr findet die Geldmengenpolitik Anklang. Trotzdem wird man erst in zwei, drei Jahren sagen können, ob die Entscheidung für stabile Preise in einer offenen Volkswirtschaft richtig war und ob sie auf die Dauer politisch und ökonomisch durchgehalten werden kann. Auf Grund der bisherigen Erfahrungen mit der Ausrichtung der Geldpolitik auf ein Geldmengenziel drängt sich vorderhand keine Änderung in der Geldpolitik auf. Aller Voraussicht nach wird deshalb auch für 1977 ein Geldmengenziel festgelegt werden.

Zusammenfassung

Die Geldpolitik der Schweiz unter dem System flexibler Wechselkurse

Die Einführung des Systems flexibler Wechselkurse brachte der schweizerischen Nationalbank die Möglichkeit, eine vom Ausland weniger abhängige Geldpolitik zu betreiben. Im Aufsatz werden zuerst Überlegungen zur Wahl des Geldmengenziels angestellt. Anschliessend wird auf das methodische Vorgehen bei der Durchsetzung der Zielsetzung eingegangen. Im dritten Teil wird die Geldpolitik von 1973 bis heute beschrieben. Zum Schluss werden einige Ausführungen zu den Auswirkungen der Geldmengenpolitik auf das Wirtschaftsgeschehen und die Wechselkursentwicklung gemacht.

Résumé

La politique monétaire en Suisse dans le cadre du système des taux de change flottants

L'introduction du système des taux de change flottants a donné à la Banque nationale suisse la possibilité de mener une politique monétaire moins dépendante de l'étranger. L'article présente d'abord des considérations qui ont prévalu dans le choix de l'objectif assigné à la masse monétaire. Le procédé méthodique adopté pour atteindre l'objectif est abordé ensuite. La politique monétaire suivie de 1973 à nos jours est décrite dans une troisième partie. Finalement, les répercussions de la politique de la masse monétaire sur l'évolution de la situation économique et des cours du change sont commentées.

Summary

Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: The Swiss Case

The introduction of the system of flexible exchange rates opened up the possibility for the Swiss National Bank to pursue a monetary policy of their own. In the paper some considerations are made as to the choice of the money stock target. Subsequently, the methodical procedure adopted to accomplish the target is being dealt with. Then, monetary policy as from 1973 up to the present time is explained. Finally, some effects of monetary policy on economic activity and exchange rate movements are described.