

R e f e r a t

von Herrn Dr. E. Stopper, Präsident des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank

gehalten an der Sitzung des Bankrates
vom 22. Juni 1973

Im mündlichen Bericht möchte ich mich auf einige Bemerkungen hinsichtlich

der Buchgeldmenge

der Notenbankgeldmenge und

des Wechselkurses des Frankens gegenüber den andern Währungen

beschränken.

Für die Notenbank steht heute unter den Zielen der Wirtschaftspolitik die Inflationsbekämpfung im Vordergrund. Die Inflationsrate ist so gross geworden, dass sie die Marktwirtschaft daran hindert, die ihr zugedachte Rolle voll zu spielen. Sie höhlt zugleich die bisherige Eigentums- und Gesellschaftsordnung aus. Durch sie werden gegenwärtig jährlich gegen 10 Milliarden Franken Vermögen und Einkommen umverteilt. Brutal ausgedrückt wird der in Nominalwerten sparende Bevölkerungsteil um diesen Betrag enteignet, und die Schuldner von Nominalwerten werden entsprechend bereichert. Zu den wichtigsten Begünstigten dürften die Hypothekarschuldner und die öffentliche Hand gehören.

Bei einer Inflationsrate von 8 % und mehr wird den Inhabern von kantonalen Obligationen ca. 5 1/2 % und von Sparheften 4 - 5 % vergütet. Solche Gläubiger erhalten keinen realen Zinsertrag mehr, sondern verlieren noch dazu an Kapitalsubstanz. Wie



soll die Achtung vor dem Privateigentum aufrechterhalten bleiben, wenn sich solches Jahr für Jahr wiederholt? Es wäre nicht erstaunlich, wenn das Privateigentum, soweit es Inflationsgewinnen entstammt, in absehbarer Zeit politisch umstritten würde. Dass oft gerade jene Kreise, die ihre Ersparnisse am wenigsten schützen können, besonders kräftig am Inflationsrad drehen, zeigt allerdings, wie gering vorderhand die Einsicht in diese Zusammenhänge ist.

Aus dem bisher Gesagten geht auch hervor, dass der Gläubiger von Nominalwerten Schuldner, die mit seinem Geld Land, Bauten und ähnliche Sachwerte erwerben, subventioniert. Dies begünstigt die Flucht in die Sachwerte und eine generöse Ausgabenpolitik der öffentlichen Hand. Beides trägt zur Inflationsverstärkung bei.

In diesem Zusammenhang darf nicht unerwähnt bleiben, dass gerade als Folge des Missverhältnisses zwischen Hypothekenzinsen und Inflationsrate auch der Wohnbau unfreiwillig subventioniert wird. Ein nicht unwesentlicher Teil dieser inflationsbedingten Subventionen schlägt sich allerdings in höheren Land- und Grundstückspreisen sowie höheren Baukosten nieder. Aber sie tragen auch zu einer Mässigung des Anstieges der Wohnungsmieten bei. Besonders deutlich ist dies bei Bauten, die bereits vor einigen Jahren erstellt worden sind.

Soweit die aus dem Inflationsprozess stammenden Subventionen sich in niedrigeren Wohnungsmieten ausdrücken, tragen sie dazu bei, die Nachfrage nach mehr Wohnraum pro Person zu verstärken. Dies ist wohl mit ein Grund, warum das rekordhafte Wachstum des Angebotes an Wohnraum immer noch nicht genügt, um die Nachfrage zu befriedigen. Aus der grossen Zahl von Neubauten und der damit verbundenen Verlagerung der Bevölkerung entsteht selbst bei geringer Zunahme der Gesamtbevölkerung zudem ein überproportional zunehmender Bedarf an Infrastruktur.

Nehmen wir zu Illustrationszwecken an, die Zinssätze für erste Hypotheken und öffentliche Anleihen stiegen bei einer Inflationsrate von über 8 % innerhalb eines Jahres von $5\frac{1}{2}$ % auf 10 %, ein Zinsniveau, das heute in der Bundesrepublik Deutschland bei einer um ca. 1 % niedrigeren Inflationsrate bereits weitgehend erreicht ist. Zweifellos würden bei uns die Wohnungsmieten steiler in die Höhe steigen. Es wäre fraglich, ob ein diesem Mietpreisanstieg entsprechender Lohnanstieg wirtschaftlich voll verkraftet werden könnte. Selbst wenn dies in einer ersten Runde noch der Fall wäre, würden durch die Verstärkung der Preis/Lohn-Spirale sehr bald echte Beschäftigungsschwierigkeiten auftreten. Es darf wohl als sicher angenommen werden, dass unter solchen Verhältnissen die Nachfrage nach Wohnraum zurückginge. Alsdann würde auch die Nachfrage nach öffentlicher Infrastruktur mässiger. In der Zwischenzeit müsste jedoch ein explosionsartiger Anstieg von Zinssätzen und Mietpreisen in Kauf genommen werden. Es ist nicht ausgeschlossen, dass das, was heute noch als theoretisches Beispiel aufgeführt wird, in absehbarer Zeit zur Wirklichkeit werden könnte.

Das Ausbleiben einer realen Verzinsung und die Verluste an Kapitalsubstanz auf in Nominalwerten angelegten Ersparnissen führen dazu, dass die öffentliche Hand immer mehr für die soziale Sicherheit einschliesslich der Altersfürsorge der grossen Masse der Bevölkerung aufkommen muss. Die dadurch geförderte Tendenz zu Defiziten der öffentlichen Hand sowie der entstehende Wandel in der Spargesinnung helfen mit, die Inflation noch mehr zu beschleunigen.

Ein nicht unwesentlicher Teil jener wirtschaftlichen Probleme, die heute fast unlösbar erscheinen, ist auf die wachsende Inflationsrate zurückzuführen. Im Zentrum unserer Bemühungen muss daher der Kampf gegen die Inflation stehen. Nur wenn wir recht

bald diesbezüglich Erfolge aufzuweisen haben, werden viele Probleme lösbar. Nicht zuletzt könnte dann auch ein starker Anstieg der Zinssätze mit seinen Folgen für die Inflationsrate vermieden werden.

Eine erfolgreiche Inflationsbekämpfung ist allerdings bei der heute in den meisten Industrieländern (eingeschlossen die Schweiz) herrschenden Mentalität recht schwierig. Die Inflationsursachen sind mannigfaltig und zunehmend universell. Sie verlaufen in den einzelnen Ländern in vermehrter Masse parallel als früher, so dass es kaum mehr Länder gibt, die eine Bremswirkung ausüben vermögen.

Die seit Jahren von den verschiedensten Seiten propagierte sogenannte "ausenwirtschaftliche Absicherung" durch flottierende Wechselkurse ist durch Vertrauenskrisen verwirklicht worden. Der Schweizer Franken ist, abgesehen von einer Sonderbewegung der DMark, in den letzten Tagen stärker aufwärts gefloatet als irgend eine andere Währung. Von der inflationsdämpfenden Wirkung dieser Wechselkurshausse war bisher nichts wirklich Greifbares zu konstatieren. Solange eine womöglich maximale Vollbeschäftigung angestrebt wird, und sich die Mentalität aller am Wirtschaften und an der Politik Beteiligten nicht ändert, wird uns diese ausenwirtschaftliche Absicherung, mindestens auf kürzere Frist gesehen, in bezug auf den Abbau der Preishausse nur sehr beschränkt helfen. Die Verbilligung der Importe ist sowohl wegen ihrer Provenienzen als auch wegen des Bestehens eines Nachfrageüberhanges gering. Die Wirkung bei der Ausfuhr ist schwer abzuschätzen. Unter den heutigen Verhältnissen dürfte sie mehr bei einer Gewinnschmälerung als bei einer Verminderung des Exportvolumens liegen. Bei einer ansteigenden Konjunktur, wie wir sie heute wieder vor uns haben, muss sogar damit gerechnet werden, dass die währungsstarken Länder in der Lage sind, die aufwertungsbedingten "Preiserhöhungen" durch die sogenannte ausenwirtschaft-

liche Absicherung weitgehend auf das Ausland abzuwälzen und sich gegenseitig den Ball der Preishausse zuzuspielen. Die durch das Aufwärtsflottieren der Lieferantenländer für die Abnehmerländer verteuerten Produkte werden im Zeichen des internationalen Nachfrageüberhanges mehr als normalerweise erwartet werden konnte, akzeptiert. Die angestrebte aussenwirtschaftliche Absicherung verliert daher weitgehend die ihr zuge dachte Wirkung.

Das Risiko ist beträchtlich, dass durch ein konjunkturpolitisch gesteuertes Aufwärtsfloaten zusätzliche Inflationsimpulse auf die Abnehmer- und Konkurrenzländer ausgestrahlt werden. Dies ist besonders dann von Bedeutung, wenn sie von Ländern mit grossem Aussenhandel ausgehen. Wenn sich aber im Ausland die Inflationskräfte verstärken, machen sie bei Bestehen eines internationalen Nachfrageüberhanges auch nicht halt vor den Grenzen des Landes mit gesteuertem Aufwärtsfloaten. Die aussenwirtschaftliche Absicherung durch ein Aufwärtsfloaten erscheint nur dann sinn- und wirkungsvoll, wenn es eine Konsolidierung eines bereits erreichten überdurchschnittlichen Fallens der Inflationsrate im Inland bedeutet.

Der Kurs des Schweizer Frankens wurde seit anfangs Mai 1971 in ungeahntem Ausmasse in die Höhe getrieben.

Am 13. Juni 1973 betrug die de facto-Aufwertung des Frankens gegenüber

dem USA Dollar	39.6 %
dem can. Dollar	38.2 %
der Lira	35.7 %
dem englischen Pfund	31.0 %
dem französischen Franken	9.0 %
dem österreichischen Schilling	3.9 %
dem japanischen Yen	3.4 %
der DMark	0.4 %

Dieses Aufwärtsfloaten hat bisher das Ansteigen der Preise und Löhne nicht in spektakulärer Masse zu reduzieren vermocht.

Die Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung in der Schweiz in engeren Grenzen, müssen in erster Linie inlandorientiert sein, denn das dem Aussensektor Machbare wird durch das Aufwärtsfloaten besorgt.

Hier steht neben der Dämpfung der privaten Investitions- und Konsumnachfrage, neben der Mässigung der Preis- und Lohnerhöhungsbegehren vor allem auch eine Mässigung der öffentlichen Ausgaben und ein massiver Abbau der in den letzten Jahren entstandenen Defizite der öffentlichen Haushalte im Vordergrund.

Im Rahmen eines Zusammenspiels sinnvoller Massnahmen fällt der Nationalbank die Aufgabe zu, zu verhindern, dass die immer noch überreichlich vorhandene Geldmenge nicht noch weiter anwächst.

Im zweiten Semester 1971 hat sich die Buchgeldmenge, gemessen an den Sicht- und Zeitguthaben der übrigen Wirtschaft bei den Banken, um rund 30 %, also geradezu explosiv vermehrt. Es standen uns damals keine adäquaten Mittel zur Bremsung zur Verfügung. Seither ist das Geldkleid, insbesondere in Buchgeldform, für die realen Wachstumsmöglichkeiten unserer Wirtschaft zu weit und gewährt daher den inflatorischen Kräften nach wie vor einen zu grossen Spielraum.

Ein wesentlicher Teil der Geldausweitung von 1971 stammt aus Repatriierungen. Diese Geldquelle fliesst unter dem Regime des Floatens im Vergleich zu früher noch spärlich. Die zusätzliche Geldschöpfung entstammt seither vor allem der Expansion des Kreditvolumens der Banken.

Im vierten Quartal 1972 und im ersten Quartal 1973 war diese Expansion kräftig. Verglichen mit dem jeweiligen Monat des Vorjahres hat sich der Kreditzuwachs wie folgt verstärkt:

Im Oktober 1972	von 6.6 % auf 10.3 %, also um über 50 %
Im November	von 6.4 % auf 11.3 %, also um über 70 %
Im Dezember	von 7.2 % auf 11.1 %, also um über 50 %

Im Januar und Februar 1973 erhöhte sich der Zuwachs gegenüber jenem des Vorjahres um mehr als 40 %, und im März 1973 um mehr als 30 %, was auf eine gewisse Wirksamkeit der getroffenen Restriktionen hinweist. Im April waren es allerdings nur noch 20 %.

Die stärkere Kreditausweitung ist die Konsequenz grosser Kreditzusagen im Laufe des Jahres 1972. Wie stark damals im Hinblick auf die per 31. Juli ausgelaufenen Vereinbarungen, die grosse Nachfrage und den Wettbewerbsdruck übermarcht worden ist, zeigen folgende Zahlen:

Es wurden an Baukrediten zugesagt:

im Hochkonjunkturjahr 1970	5.03 Mrd Franken
" " 1971	7.94 " "
im Jahre 1972	13.64 " "

Dieses Uebermarchen im Jahre 1972 hat zur Einführung einer gesetzlichen Kreditzuwachsbeschränkung, die den Zuwachs ab 1. August 1972 erfasst, gezwungen. Bei Banken, die allzu stark expandiert hatten, ergaben sich vorerst Schwierigkeiten, neue Kredite zuzusagen. Eine ganze Anzahl von Instituten weist trotz grosser Zurückhaltung Ueberschreitungen der zulässigen Kreditzuwachsquote auf.

Insgesamt gesehen kamen die Zusagen insbesondere für neue Baukredite nicht zum Stillstand. Im ersten Quartal 1973 be-

wegten sie sich nominell ungefähr in der Grössenordnung der Hochkonjunkturjahre 1969 und 1970, erreichten aber nur noch die Hälfte des Volumens vom ersten Quartal 1972.

Immer noch sehr gross ist insgesamt gesehen der Vorrat an bewilligten, aber noch nicht benützten Baukrediten.

Er betrug Ende März 1973	10.65 Mrd Franken
verglichen mit Ende Dezember 1972	10.9 " "
und Ende Dezember 1971	6.7 " "

Ferner muss man in Rechnung stellen, dass viele Anzeichen darauf hindeuten, dass die Finanzierung von privaten und öffentlichen Bauten ausserhalb der bankmässigen Finanzierung zugenommen hat.

Das noch vorhandene Uebermass des Volumens an Buchgeld zwingt uns, die zusätzliche Geldschöpfung auch weiterhin möglichst gering zu halten.

Es ist geplant, für die Periode vom 1. August 1973 bis 31. Juli 1974 wiederum eine Kreditzuwachsquote von 6 % auf dem Kreditstand per 31. Juli 1972 zu eröffnen. Das für diese Periode geschätzte reale Wachstum des Bruttosozialproduktes beträgt ungefähr 4 %. Die 6 % bedeuten ein Kreditvolumen von rund 6.5 Milliarden Franken.

Zusätzlich dazu wird ein zentral verwaltetes Härtekontingent von ungefähr einer halben Milliarde Franken vorgesehen, mit dem besondere Härten der Auswirkungen der Kreditzuwachsbeschränkung auf dem Gebiete des Wohnungsbaus und der besonders dringlichen Infrastruktur gemildert werden sollen. Dabei könnten bis zu einem gewissen Grade auch regionale Gesichtspunkte berücksichtigt werden.

Das Kontingent soll auf Antrag einer vom Bund ernannten Kommission von uns freigegeben werden.

Dabei wird man darauf achten müssen, dass die Banken, denen für solche Projekte Sonderbewilligungen erteilt werden, ebenfalls einen gewissen Anteil zulasten ihrer eigenen normalen Quote finanzieren.

Wir steuern damit in einen an sich wenig sympathischen punktuellen Kreditdirigismus hinein, der nur so lange einigermaßen verantwortet werden kann, als er im Verhältnis zur Normalquote bescheiden bleibt und sich auf besonders dringliche Härtefälle beschränkt.

Das Total der ab 1. August 1973 zur Verfügung stehenden neuen jährlichen Zuwachsraten wird also rund 7 Milliarden Franken betragen. Es wird voraussichtlich mit Ueberziehungen der alten Quote im Gesamtbetrag von 1 - 1.5 Milliarden Franken vorbelastet sein.

Der Spielraum für Kreditzusagen ab 1. August 1973 dürfte aber etwas weniger als bisher durch die Geschehnisse im Jahre 1972 beengt sein, da durch die inzwischen von den Banken geübte Zurückhaltung die Vorbelastung aus den Kreditzusagen und Kreditbenützigungen aus dem Jahre 1972 sich vermindert haben sollte.

Es ist zudem beabsichtigt, vorderhand das gegenwärtige Volumen für öffentliche inländische Anleihen von rund 850 Millionen Franken pro Quartal weiterzuführen.

Die starke Kreditausweitung bis Ende 1972 und deren Einbezug ab 1. August 1972 in die neue Kreditzuwachsbeschränkung hat bei einer Reihe von Banken zu Ueberschreitungen in der Kreditzuwachsrate geführt. Diese Banken müssen gemäss Bundesbeschluss den überschreitenden Betrag bei der Nationalbank deponieren. Diese

Sanktion wird dem Markt Notenbankgeld entziehen. Um nicht eine übermässige Verknappung zu verursachen, haben wir uns vorerst mit der Einforderung von einem Drittel der Ueberschreitung der Jahresquote per 30. April begnügt. Wir haben uns vorbehalten, auf der Ueberschreitung per 30. Juni zwei Drittel einzufordern. Der Gesetzestext sieht vor, dass auf der Ueberschreitung per 31. Juli der volle Betrag eingefordert wird. Der Mittelentzug der ersten Etappe erreicht 500 Millionen Franken. Gesamthaft gesehen erscheint uns diese Schmälerung des Volumens an Notenbankgeld tragbar. Kritisch dagegen kann die Situation bei Volleinforderung der Ueberschreitung per 31. Juli 1973 werden. Alsdann ist zu prüfen, auf welche Weise dem Geldmarkt eine angemessene Liquiditätshilfe seitens der Notenbank zu gewähren ist.

Ein besonderes Problem ergibt sich daraus, dass die inländische Wirtschaft bei den Banken über mehr flüssige Mittel verfügt als von den Banken gemäss Kreditzuwachsquote verwendet werden können. Man muss sich dabei bewusst sein, dass dieses Uebermass an bei den Banken deponierten Mitteln kaum aus laufenden Ersparnissen im üblichen Sinne, das heisst aus einem Verzicht auf Konsum stammen, der in der Gegenwart Kapazität für nichtkonsumtive Zwecke freilegt.

Ein Teil der als "Ersparnisse" auftretenden Gelder hat seinen Ursprung in Repatriierungen, das heisst in früheren Ersparnissen, die in der Gegenwart keine Produktionskapazität mehr freilegen.

Ein anderer Teil ist ein Nebenprodukt der Inflation. Es entsteht beispielsweise dann, wenn die Löhne weit stärker zunehmen als die Produktion, und ein Teil des Mehrlohnes gespart wird. Dieser "Mehrlohn" sollte zur Inflationsmilderung voll sterilisiert werden können. Sobald er für die Finanzierung von Investitionen oder den Konsum verwendet wird, trägt er zur Infla-

tionsverstärkung bei. Durch die Kreditzuwachsbeschränkung werden also insgesamt gesehen kaum echte Ersparnisse im klassischen volkswirtschaftlichen Sinne stillgelegt.

Durch die Kreditzuwachsbeschränkung sowie durch die Mindestguthaben wird versucht, volkswirtschaftlich gesehen unechte Ersparnisse für die Kreditexpansion der Banken wenigstens teilweise unverwendbar zu machen. Damit allein sind allerdings die Probleme noch nicht gelöst. Nicht befriedigten Kreditnachfragern stehen Bankgläubiger gegenüber, die angesichts der hohen Inflationsrate eine höhere Verzinsung wünschen als sie ihnen die Banken offerieren. Diese Konstellation hat in unserem Lande einen Geldmarkt ausserhalb der Banken entstehen lassen. Besitzer liquider Bankguthaben leihen diese zu relativ hohen Zinssätzen an solide Schuldner aus. Dabei dürften die öffentlichen Hände im Vordergrund stehen, die auf Gemeinde-Ebene in der Lage sind, auch relativ kleine Einzelbeträge an sich zu ziehen. Diese Erscheinung wird als "grauer Markt" bezeichnet. Er vermindert die Wirkung der Kreditzuwachs- und Emissionsvolumenbeschränkung.

Da der "graue Markt" immer noch im Wachsen zu sein scheint, prüfen wir eingehend die Frage, wie ihm beizukommen ist.

Es kann wohl kein Zweifel darüber bestehen, dass die Bedeutung des grauen Marktes und zugleich auch das Geldvolumen nur dadurch verringert werden können, dass ein Teil der Disponibilitäten der Nichtbanken abgeschöpft und sterilisiert wird. Das wichtigste Mittel hierzu wäre die Platzierung von Sterilisierungsanleihen und Sterilisierungsreskriptionen bei den Nichtbanken.

Man muss sich allerdings bewusst sein, dass durch solche Operationen nicht nur die BuchgeldDisponibilitäten der Nichtbanken reduziert werden, sondern auch das Notenbankgeldvolumen der Banken. Dies ist deshalb der Fall, weil die Banken die Ueber-

weisungsaufträge der Nichtbanken nur in Notenbankgeld ausführen können. Unter dem Regime des Floatens wird sich das den Banken zur Verfügung stehende Notenbankgeldvolumen ohnehin verknappen, da ihre Banknotenbezüge zur Finanzierung des wachsenden Bargeldverkehrs zulasten ihres Girokontos gehen. Sinken ihre Guthaben bei der Notenbank unter den zur Sicherung der Barzahlungsbereitschaft notwendigen Stand, so werden die einzelnen Banken versuchen, durch ein gegenseitiges "Sichabjagen" von Einlagen und Verkäufe von Dollars mehr Notenbankgeld zu erhalten. Die Zinssätze gehen in die Höhe und der Dollarkurs in die Tiefe, ohne dass aber dadurch die Notenbankgeldmenge insgesamt zunähme. Die Notenbank muss daher sowohl auf die Liquidität der Nichtbanken in Form von Bankguthaben wie auch auf die Liquidität der Banken in Notenbankgeld achten. Wenn sie Gelder von Nichtbanken an sich zieht, muss sie darüber wachen, dass der damit verbundene Einzug von Notenbankgeld nicht über das von ihr verfolgte Ziel hinaus-schiesst. Sie muss also unter Umständen den Banken einen Teil des eingesammelten Notenbankgeldes auf den hiezur zur Verfügung stehenden Wegen wieder zukommen lassen.

Die erwähnten Abschöpfungsoperationen würden der Tendenz nach zinssteigernd wirken.

Ein steigendes Zinsniveau ist wohl kaum vermeidbar, wenn es nicht bald gelingt, die Inflationsrate zu senken.

Mit dieser Aussage steht unser vorsichtiges Vorgehen bei der Erhöhung der Kassenobligationensätze nicht im Widerspruch. Wir haben dem Ersuchen gewisser Banken um eine generelle Erhöhung um $\frac{1}{4}$ % vorderhand nicht entsprochen.

Dagegen wurde für die kurzfristigen Kassenobligationen mit einer Laufzeit von 3 - 4 Jahren der Zinsfuß um $\frac{1}{4}$ % gehoben. Ueber die Verzinsung der Kassaobligationen mit andern Laufzeiten

wird man voraussichtlich im Herbst wieder sprechen müssen. Der jetzige Entscheid hängt damit zusammen, dass wir nicht die Verantwortung dafür tragen wollten, die Inflationsrate von der Mietzinsseite her erhöht zu haben, bevor sich die von Bern für die nächsten Monate prognostizierte sinkende Tendenz zeigt. Insbesondere ist aber zu betonen, dass unter den Banken selbst die Opportunität einer Zinssatzerhöhung auf Kassaobligationen vorderhand sehr umstritten ist.

Die Weiterführung der restriktiven Kreditpolitik hat uns bereits schon von mehreren Seiten die Warnung eingetragen, wir könnten damit die Annahme des Kreditbeschlusses anlässlich der Volksabstimmung im Dezember gefährden.

Das Risiko einer Ablehnung ist schwer abzuschätzen. Solche Ueberlegungen rechtfertigen es unseres Erachtens nicht, deswegen nicht das zu tun, was zu tun ist.

Seit dem Floaten sind wir auch im Falle einer Ablehnung des Kreditbeschlusses nicht mehr wehrlos. Man würde uns aber auf die Bahn der Deutschen Bundesbank drängen und uns ebenfalls zu einer starken Verknappung von Notenbankgeld zur Bekämpfung der Inflation zwingen. Auf absehbare Zeit würden wir kein neues Notenbankgeld mehr kreieren. Dies müsste zu einer starken Zinshausse führen und würde unter Umständen auch auf den Dollarkurs drücken. Ein Ablehnen des Kreditbeschlusses könnte also gerade für die Schuldner recht unangenehme Folgen haben.

Nun zur Frage der Kurspflege:

Solange international die Konjunktur auf hohen Touren läuft, sehen wir uns nicht veranlasst, direkt in den Devisenmarkt einzugreifen und den Frankenkurs künstlich herabzudrücken. Ein gegenteiliges Verhalten hätte zudem recht wenig Aussicht auf Erfolg und würde uns vom Ziele einer besseren Geldvolumenkontrolle wegführen.

Am Schlusse möchte ich einmal mehr betonen, dass die Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung ausserhalb des monetären Bereichs ungenügend sind. Alle jene, die über die restriktive Geldpolitik klagen, sollten für eine umfassendere Inflationspolitik kämpfen. Dies nicht nur, weil dadurch die Erfolgsaussichten für die Inflationsbekämpfung steigen, sondern auch, weil alsdann die Geldpolitik entlastet wird und weniger restriktiv sein muss.
