

15. Januar 1976.

No. 44.

44.

Notenbankpolitik
-----1. Konzept der Geld- und Währungspolitik

Anknüpfend an die Aussprache der Vorwoche äussert sich das I. Departement einleitend wie folgt:

Grundsätzlich stellt sich die Frage, ob der Schweizerfranken im Verhältnis zum Dollar und zur DM überbewertet sei. Es dürfte aber schwierig oder gar unmöglich sein, eine fundierte Antwort zu finden. Seriöse Untersuchungen wie etwa diejenige von Dr. H. Sieber von der Handelsabteilung stellen eine generelle Ueberbewertung eher in Frage.

Demegegenüber glauben wir zu wissen, dass der Schweizerfranken auf absehbare Zeit hinaus tendenziell eine starke Währung bleiben wird. Welche Schlüsse sind daraus z.B. in bezug auf das Verhältnis zum Dollar zu ziehen? Auch diese Frage ist schwierig zu beantworten. Es dürfte in diesem Zusammenhang immerhin von Interesse sein, dass die Deutsche Bundesbank einen Dollarkurs zwischen 2.50 und 2.70 für durchaus angemessen hält. Man ist jedenfalls nicht bereit, in diesem Bereiche in erheblichem Umfange zu intervenieren. Sodann wissen wir, dass es uns nicht möglich ist, den Dollarkurs aus eigener Kraft zu stabilisieren.

Was will man unter diesen Umständen? Soll etwa der Kurs bei 2.60 fixiert werden, was z.B. bedeuten würde, dass bei 2.58 unbeschränkt gekauft und bei 2.62 verkauft würde? Soll m.a.W. zu einem Fixkurssystem zurückgekehrt oder soll weiter gefloatet werden?

15. Januar 1976.

No. 44.

Wie steht es in diesem Zusammenhang mit unserer Geldpolitik?

Zu Jahresbeginn entschied man sich im gegenseitigen Finvernehmen zu nachhaltigen Interventionen, wobei man sich mit dem Gedanken an die bestehenden Abschöpfungsmöglichkeiten über die erhebliche Geldschaffung hinwegtröstete. Dabei wissen wir, dass mit Rücksicht auf die Wechselkursentwicklung keine vollständige Abschöpfung möglich ist. Dazu kommt, dass trotz den Abschöpfungsmassnahmen ein Inflationspotential aufgebaut wird. Das ist deshalb der Fall, weil uns die Banken bei zunehmender Kreditbeanspruchung mit Zinserhöhung drohen und damit die Freigabe von Mindestguthaben bzw. die Rücknahme von Sterilisierungsreskriptionen erzwingen können. In der gegenwärtigen Konstellation ist nicht damit zu rechnen, dass Zinserhöhungen ohne weiteres hingenommen würden.

Zu Jahresbeginn haben wir die geldmengenpolitische Zielsetzung für das laufende Jahr öffentlich bekanntgemacht. Wir sind uns dessen bewusst, dass die Zuwachsrate der monetären Basis aus politischen Gründen eher hoch angesetzt wurde. Zu hoch vor allem unter Berücksichtigung des aus dem Vorjahre stammenden Liquiditätsüberhanges, der noch grösser sein dürfte als wir vermuten. Es ist davon auszugehen, dass man grundsätzlich bereit ist, sich an diese Zielsetzung zu halten. In den entsprechenden Bemühungen werden wir durch die Tatsache bestärkt, dass in der Wirtschaft fast einhellig die Auffassung vertreten wird, der Inflationsbekämpfung sei die Priorität einzuräumen.

15. Januar 1976.

No. 44.

Es wäre in der Tat gefährlich, anzunehmen, dass das Inflationsproblem nicht mehr existent sei. Nicht zuletzt ist zu beachten, dass auch bei diesem Problem erfahrungsgemäss die Prophylaxe einfacher und erfolgversprechender ist als die Therapie.

Diese Feststellung allein spricht gegen den Versuch, einen bestimmten Dollarkurs zu halten. Dazu kommt, dass sich im Falle einer de facto Kursfixierung die Nachteile des Fixkurssystems mit denjenigen des Floatens kumulieren würden.

Die Rückkehr zu festen Wechselkursen steht unter den gegebenen Umständen ausser Frage, weil sie die Preisgabe des binnenwirtschaftlichen Stabilitätszieles zur Folge hätte.

In bezug auf die Möglichkeiten der Zusammenarbeit mit den Banken im Bereiche der Devisenpolitik ist das I. Departement wenig optimistisch. Aufgrund langjähriger Erfahrungen fehlt das notwendige Vertrauen. Die Banken gehorchen dem Gesetz, nach dem sie angetreten sind, und werden nie bereit sein, ihre devisenpolitischen Dispositionen nach den höheren Zielen der Notenbank auszurichten.

Unter diesen Umständen wird keine Alternative zur Möglichkeit gesehen, bis auf weiteres ebenfalls eine gewisse Schwankungsbreite für den Dollarkurs - z.B. 2.50 - 2.70 - als tolerierbar hinzunehmen. In diesem Rahmen wären erratische Fluktuationen in beiden Richtungen zu dämpfen, wobei das Ausmass der Interventionen ungefähr mit dem Umfang der Konversionen bei Kapitalexporten übereinzustimmen hätte. Es darf nicht

15. Januar 1976.

No. 44.

übersehen werden, dass ein Teil des für die Ausweitung der monetären Basis zur Verfügung stehenden Spielraumes durch Operationen anderer Art als die Interventionen am Devisenmarkt beansprucht wird.

Selbst ein Kurs von z.B. 2.50 könnte nicht unter allen Umständen verteidigt werden. Sollte man sich einem solchen Kurse nähern, dann wären deshalb drastische Massnahmen zu erwägen. Abgesehen von der äussersten Alternative wäre an die Belastung bestehender ausländischer Guthaben mit Negativzinsen, an eine weitere Reduktion der Termingeschäfte, an ein Anlageverbot u.a. zu denken. Ein entsprechender Entscheid wäre nicht primär von der Nationalbank, sondern vielmehr vom Bundesrat zu treffen. An der Landesregierung würde es m.a.W. liegen, festzustellen, dass ein Dollarkurs unter 2.50 für unsere Wirtschaft untragbar wäre.

Das III. Departement stimmt diesen Ausführungen grundsätzlich zu. In bezug auf die Unmöglichkeit einer Rückkehr zu festen Kursen besteht Einigkeit. Allfällige Meinungsunterschiede sind gradueller, nicht aber prinzipieller Natur. Im Mittelpunkt der Ueberlegungen des III. Departementes steht die gegenwärtige konjunkturelle Lage. Ein Absacken des Dollars und der DM wäre zum gegenwärtigen Zeitpunkt äusserst unerwünscht.

Das III. Departement teilt die Auffassung, dass im Falle eines Kursstandes von 2.50, der drastischere Massnahmen nahelegen würde, die Landesregierung einbezogen werden müsste. An sich schwebt dem III. Departement eine Oszillation des Dollarkurses um 2.60 bzw. des DM-Kurses um die Parität vor. - Im Falle von Abschöpfungen werden zweifellos Fin-

15. Januar 1976.

No. 44.

wendungen gemacht werden. Trotzdem neigt das III. Departement zur Auffassung, dass die Interessen der Banken letztlich mit denjenigen der Notenbank übereinstimmen. Das Gespräch, das nicht zuletzt für die Motivation der Banken notwendig ist, muss deshalb weitergeführt werden.

Demgegenüber hält das I. Departement an seiner Auffassung fest, dass die Interessen letztlich nicht gleich laufen. Die von den Banken anvisierten Ziele sind nicht mit den gesamtwirtschaftlichen Zielsetzungen identisch. So werden etwa Auslandsfilialen zur faktischen Umgehung bestehender Vorschriften benützt.

Das II. Departement geht davon aus, dass unsere Währung auf absehbare Zeit hinaus stark sein wird. Ein Teil des Mittelzuflusses ist ohne Zweifel darauf zurückzuführen, dass mit einer steigenden Kurstendenz gerechnet wird. Im Hinblick darauf erscheint es verlockend, einen bestimmten Kurs zu halten, was uns aber mit den zur Verfügung stehenden Mitteln nicht gelingen wird. Diese Lösung ist deshalb auszuschliessen. Realistischerweise ist davon auszugehen, dass die Möglichkeiten der Abschöpfung eher begrenzt sind. Unter diesen Umständen wird man sich darauf beschränken müssen, die Kursentwicklung mit Hilfe von Interventionen von erratischen Fluktuationen zu befreien. Die Interventionen sollten jedenfalls nicht über ein Ausmass hinausgehen, das mit Konversionen aus Kapitalexporten kompensiert werden kann. Auf alle Fälle ist der Einhaltung der für die Binnenwirtschaft formulierten geldpolitischen Richtlinien Priorität einzuräumen.

15. Januar 1976.

No. 44.

Zusammenfassend stellt das Direktorium grundsätzliche Uebereinstimmung über die weitere Marschroute fest. Die Frage der Abschöpfung der im bisherigen Verlaufe des Jahres im Zusammenhang mit Interventionen geschaffenen Gelder soll an der nächsten Sitzung entschieden werden. Dabei ist an eine Stilllegung von rund Fr. 1 Mrd zu denken, wobei die Hälfte auf Mindestguthaben entfallen könnte.

Notiz zu Protokoll.