

29. Juni 1978.

Nr. 446.

446.

Aussprache über Grundsatzfragen

Das Direktorium führt zusammen mit den Chefs der Volkswirtschaftlichen Abteilung, der Statistischen Abteilung, der Forschungsabteilung und dem Generalsekretär eine Aussprache mit dem Ziel, eine gewisse "Unité de doctrine" über die Zusammenhänge von Geldschöpfung, Wechselkurs und Zahlungsbilanz herzustellen und Richtlinien für die Politik der Nationalbank auf mittlere Frist zu erarbeiten.

Das Direktorium hat mit Interesse Kenntnis genommen von den Studien, welche die genannten Mitarbeiter im Hinblick auf die Aussprache zu folgenden Themen verfasst haben, sowie von ihren ergänzenden mündlichen Ausführungen:

1. Zahlungsbilanz und Devisenmarkt
2. Ausbau des schweizerischen Geldmarktes, Geldschöpfung und Wechselkurs
3. Voraussetzungen für einen Beitritt zu einem Währungsverbund
4. Zur Opportunität von Währungskrediten

1. Zahlungsbilanz und Devisenmarkt

Der Chef der Statistischen Abteilung legt die statistischen Zusammenhänge zwischen Sozialprodukt, Einkommen, Konsum, Investition, Ersparnis, Ertragsbilanz und Kapitalbilanz dar. Er weist darauf hin, dass die Zahlungsbilanz nicht eine Statistik von Zahlungen ist, sondern den Zu- und Abgang von realen Leistungen einerseits und von Forderungen andererseits festhält. Die Ertragsbilanz erfasst den Wert eines Gutes beim Grenzübertritt mit dem Wert,



29. Juni 1978.

Nr. 446.

der beim Exporteur als Zuwachs seiner Guthaben erscheint. Die Zahlungsbilanz gibt nicht an, auf welche Währung die registrierten Geschäfte lauten.

Wenn die inländischen Ersparnisse die im Inland realisierten Investitionen übersteigen, nimmt das Auslandvermögen um den Ueberschuss, d.h. um den Saldo der Ertragsbilanz zu. Das Angebot und die Nachfrage am Devisenmarkt werden primär weder von den in der Ertragsbilanz erfassten Transaktionen noch von den entsprechenden Veränderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten bestimmt. Aus der Entwicklung der Umsätze auf dem Devisenmarkt können keine Schlüsse auf die Ursachen der Wechselkursbewegungen gezogen werden.

In einem historischen Rückblick zeigt der Chef der Statistischen Abteilung ferner, dass die aussenwirtschaftlichen Transaktionen in der Nachkriegszeit verschiedenen, grossenteils zyklischen Schwankungen unterlagen. 1953/54 erreichte der Ueberschuss der schweizerischen Ertragsbilanz ebenso wie 1975/76 die Grössenordnung von 4 - 6 % des Bruttosozialprodukts. Der Abbau erfolgte 1953/54 durch vom privaten Konsum ausgehende Impulse, die dann Impulse auf Investitionen und Importe auslösten. Die Sparquote der privaten Haushalte ging zurück, während der Anteil der unverteilter Unternehmergewinne zunahm. Zur Zeit erscheint die Sparquote der privaten Haushalte als zu hoch. Eine Reduktion könnte zu einem Ersparnistransfer zu den Unternehmen (Zunahme der Bruttogewinne) führen und die Investitionsneigung erhöhen. Ein Teil des entsprechenden Mehrkonsums würde auf importierte Güter entfallen. Beide Faktoren würden den Ertragsbilanzüberschuss tendenziell vermindern.

29. Juni 1978.

Nr. 446.

Zur internationalen Position meint der Chef der Statistischen Abteilung, es gebe keinen Grund für die Schweiz, sich für ihren Ertragsbilanzüberschuss zu entschuldigen. Sowohl die Güter- als auch die Finanzmärkte des In- und Auslandes stehen kreuz und quer miteinander in Wechselbeziehungen. Ueber Preis- und Mengenanpassungen versuchen alle Marktteilnehmer laufend ihr Einkommen zu optimieren. Aus diesen Prozessen resultiert unter anderem der Saldo der Ertragsbilanz.

In seiner Diskussion dieser Ausführungen stellt das Direktorium fest, dass die Aussage, der Ertragsbilanzüberschuss sei keine direkte Ursache der Aufwertung des Schweizerfrankens, einer verbreiteten und auch von manchen Professoren vertretenen Meinung widerspricht. Das Direktorium schliesst sich aber nach eingehender Diskussion der Auffassung an, dass von den Salden von Ertrags- oder Kapitalbilanz kein direkter Einfluss auf den Frankenkurs ausgeht. Die in der Oeffentlichkeit verbreitete Auffassung ist auch an der Wurzel der vor allem von gewerkschaftlicher Seite vorgebrachten These, der Finanzplatz Schweiz trage mit seinen Auswirkungen auf den Wechselkurs zum Ruin des Werkplatzes Schweiz bei.

Diesen irrigen und einer konstruktiven Politik schädlichen Auffassungen sollten wir entgegentreten. Das Direktorium beauftragt daher den Chef der Statistischen Abteilung, durch Veröffentlichungen in geeigneten Publikationen auf die Zusammenhänge hinzuweisen.

Vollzug: I. Departement..

Ferner stellt das Direktorium fest, dass es keine Ertragsbilanzpolitik in dem Sinne betreibt, dass es sich ein be-

29. Juni 1978.

Nr. 446.

stimmtes Ziel für den Saldo der Ertragsbilanz setzt, und dass es auch keine Wechselkurspolitik über die Beeinflussung der Ertragsbilanz betreibt. Die Entwicklung der Ertragsbilanz resultiert vielmehr aus der Politik und aus Vorgängen in anderen Bereichen. Immerhin ist festzustellen, dass der Ueberschuss zur Zeit ungewöhnlich hoch ist und dass eine Rückkehr zu normaleren Verhältnissen zu wünschen wäre. Störend ist auch, dass die Schweiz mit ihrem hohen Ueberschuss nur eine so geringe Entwicklungshilfe gewährt.

Notiz zu Protokoll.

2. Ausbau des schweizerischen Geldmarktes, Geldschöpfung und Wechselkurs

Der Chef der Forschungsabteilung geht insbesondere der Frage nach, ob es zweckmässig wäre, die monetäre Basis statt wie bisher über eine Erhöhung des Devisenbestandes über den Aufbau eines Portefeuilles inländischer Forderungen aufzubauen. Einleitend untersucht er, wie sich das Halten inländischer Aktiven im Vergleich zu Forderungen gegenüber dem Ausland auf die Ertragslage der Nationalbank auswirken würde. Zwar ist es nicht das primäre Ziel der Nationalbank, ihren Gewinn zu maximieren, doch kann die Strategie der Gewinnmaximierung eine Hilfe bei der Durchführung von Devisenmarktoperationen sein. Die Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen haben gezeigt, dass die kurzfristigen Wechselkursschwankungen viel grösser sind als die Zinssatzschwankungen. Kurzfristig können daher nicht kursgesicherte Auslandsanlagen im Vergleich zu inländischen Anlagen sehr viel grössere, aber auch sehr viel kleinere Erträge (Verluste) abwerfen. Für die Nationalbank sind aber kurzfristige Ertragsschwankungen unwichtig, da sie im Gegensatz zur Privatwirtschaft keinen mehr oder

29. Juni 1978.

Nr. 446.

weniger kontinuierlichen Gewinn ausweisen muss. Für die Nationalbank ist die langfristige Ertragslage wichtig. Theoretische Ueberlegungen und eine einfache empirische Untersuchung zeigen, dass sich langfristig die Erträge auf Anlagen mit vergleichbarem Risiko, die auf verschiedene Währungen lauten, einander angleichen. In bezug auf die Ertragsmaximierung ist somit eine Ausdehnung der monetären Basis über den Erwerb von ausländischen Devisen einer Ausdehnung über den Ankauf inländischer Geldmarktpapiere mehr oder weniger gleichwertig, sofern die Devisen nicht einseitig in Phasen gekauft werden, in denen der Wechselkurs über dem langfristigen Gleichgewichtswechselkurs liegt.

Die Wirkung einer Ausweitung der monetären Basis auf den Reservebestand der Banken ist unabhängig von der Art der Ausweitung. Hingegen wird die Bilanzstruktur des monetären Sektors im allgemeinen und des Bankensystems im besonderen je nach der Art der Beeinflussung der monetären Basis unterschiedlich ausfallen. Die Auswirkungen dieser unterschiedlichen Portfoliozusammensetzung auf die Wechselkurse und die Zinssätze sind aber unbedeutend. Die Vorstellung, dass man durch Intervenieren in verschiedenen Märkten bei gleicher Geldmengenpolitik unterschiedliche Effekte auf Wechselkurs und Zinssätze erhalten kann, beruht auf der Annahme, dass die einzelnen Märkte (Geld-, Kapital- und Devisenmärkte) nicht sehr eng miteinander verbunden seien und die Substitution zwischen den verschiedenen Anlageformen nur sehr unvollständig spiele. Die empirische Forschung zeigt jedoch, dass die Substitutionsbeziehungen längerfristig sehr eng sind, kurzfristig aber etwas schwächer sein können. Kurzfristig können deshalb mit dem Ankauf von Devisen etwas andere Effekte auf Zins und Wechselkurs erreicht werden als mit dem Ankauf inlän-

29. Juni 1978.

Nr. 446.

discher Wertpapiere. Als Grundregel für die Ausweitung der monetären Basis könnte deshalb postuliert werden, dass die Ausweitung in jenem Markt erfolgen sollte, in dem man die grösste Wirkung erzielen möchte. Allerdings ist die Frage, wie die monetäre Basis erhöht werden soll, im Vergleich zur Frage, um wieviel sie erhöht werden soll, von untergeordneter Bedeutung. Eine grundlegende Aenderung des bisherigen Vorgehens bei der Ausweitung der monetären Basis drängt sich nicht auf.

Das Direktorium geht in seiner Diskussion von der Feststellung aus, dass die Währungsreserven der Nationalbank im internationalen Vergleich ausserordentlich hoch sind und dass die Nationalbank im Gegensatz zu vielen anderen Zentralbanken nicht zum Ziel hat, den Bestand der Währungsreserven zu erhöhen. Zur Zeit besteht der Grossteil der SNB-Aktiven aus Forderungen gegenüber den Vereinigten Staaten, auf denen wir enorme Abschreibungen tätigen mussten. Sollten wir nicht mehr Forderungen auf die schweizerische Wirtschaft erwerben und z.B. vermehrt Wechsel rediskontieren und das direkte Diskontgeschäft wieder aufnehmen? Allfällige Verluste wegen Zahlungsunfähigkeit inländischer Schuldner wären zweifellos viel geringer als die Devisenverluste; die entsprechenden Abschreibungen kämen darüber hinaus eher unserer Wirtschaft als den Vereinigten Staaten zugute.

Eine Akzentverschiebung der Nationalbankpolitik in der angedeuteten Richtung wäre ein Schritt zur Rückkehr zum klassischen Notenbankgeschäft. Die Nationalbank müsste sich bereit erklären, zu ihrem Diskontsatz auch tatsächlich unbeschränkt notenbankfähige Papiere entgegenzunehmen. Sie dürfte die Beanspruchung des Notenbankkredits nicht weiterhin als nur in besonderen Fällen zulässig betrachten.

29. Juni 1978.

Nr. 446.

Sie müsste deshalb auch ihren Diskontsatz immer marktgerecht festsetzen, um nicht zuviel und nicht zuwenig beansprucht zu werden.

Ein Vorteil des direkten Diskontgeschäfts wäre die Schwächung der Zinskartelle der Banken. Es wäre im Sinne des Gesetzgebers, wenn die Nationalbank so auf eine Reduktion der Sollzinssätze hinwirken würde.

Wenn vermehrt inländische Aktiven erworben werden sollten, würde sich der in Vorbereitung befindliche Ausbau des schweizerischen Geldmarkts als nützlich erweisen. Die Offenmarktpolitik würde gegenüber der seit Jahren dominierenden Devisenmarktpolitik an Bedeutung gewinnen.

Das Direktorium beschliesst, die Frage einer teilweisen Rückkehr zur klassischen Notenbankpolitik und die möglichen Folgen einer solchen Politik noch näher zu prüfen.

Vollzug: I. Departement.

3. Voraussetzungen für einen Beitritt zu einem Währungsverbund

Der Chef der Volkswirtschaftlichen Abteilung geht in seiner Studie von dem grundsätzlichen Dilemma zwischen Geldpolitik und Wechselkurspolitik aus. Je stärker die Bindungen sind, die ein Land im Bereich der Wechselkurspolitik eingeht, desto geringer wird die Autonomie seiner Geldmengenzpolitik. Nachdem das System fester Wechselkurse an diesem Dilemma zerbrochen ist, müssen demnach gewichtige Gründe vorliegen, um sich des bestehenden Autonomiegrades in der Geldpolitik wieder zu begeben. Die Kursfreigabe des Schweizerfrankens hat immerhin ermöglicht, die Inflation unter Kontrolle zu bringen und einen notwendigen Strukturanpassungsprozess in der schweizerischen Wirtschaft herbeizufüh-

29. Juni 1978.

Nr. 446.

ren und zu unterstützen, ohne dass deswegen die Wirtschaft ernsthaften Schaden erlitten hätte.

Die gegenwärtig diskutierten Modelle vermehrter Wechselkursstabilität sind zu verstehen als Ausweg aus dem Scheitern der Wirtschaftspolitik. Weil es sich - aus welchen Gründen auch immer - als unmöglich erwiesen hat, eine Koordination und Integration der Wirtschaftspolitik herbeizuführen, die eo ipso zu vermehrter Stabilität der Wechselkurse führt, wird nunmehr versucht, über die Währungspolitik eine Konvergenz der Wirtschaftspolitik und der Wirtschaftsentwicklung zu provozieren. Dieser Ansatz ist im Grundsatz falsch.

Der zweite integrationspolitische Aspekt betrifft die Europäischen Gemeinschaften. Die zur Zeit diskutierten Modelle für einen Währungsverbund sind Bestandteil der Bemühungen, die Wirtschafts- und Währungsunion der EG voranzutreiben. Die Schweiz als Nichtmitglied sollte bei einer allfälligen Beteiligung keine institutionellen Bindungen an EG-Organe eingehen und nicht mehr als Informations- und Konsultationspflichten übernehmen. Ferner darf sich die Schweiz nicht an einem Währungsverbund beteiligen, der bewusst als Alternative zum amerikanischen Dollar aufgezogen wird.

Sodann setzt sich der Chef der Volkswirtschaftlichen Abteilung mit den technischen Voraussetzungen für die Teilnahme an einem Währungsverbund auseinander. Darunter nennt er das Bereitstellen von Interventionsmitteln (durch kurzfristige Frankenkredite an die Partner), die Schaffung von Anlagemöglichkeiten für ausländische Notenbanken für ihre Frankenguthaben aus Interventionskäufen, die Frage

29. Juni 1978.

Nr. 446.

der Kurssicherung von Interventionssalden und das Inkaufnehmen einer gewissen Verwendung des Frankens als Reservewährung.

Eine Alternative zum Anschluss an einen Währungsverbund wäre eine Vertiefung des ständigen Informationsaustausches und Konsultationsprozesses mit den wichtigsten Notenbanken. Es wäre auch denkbar, mit einigen wenigen Notenbanken neue Interventionspolitiken zu diskutieren. Die Erweiterung des Swap-Netzes durch ausgewählte Währungen (vornehmlich DMark) scheint aus schweizerischer Sicht durchaus möglich. Hingegen sollte vermieden werden, z.B. Paritäten, Bandbreiten, Automatismen für Interventionen etc. abzusprechen. Diese würden so oder so bekannt und auf ihren Gehalt von den Märkten geprüft werden. Es sollten auch die Kontakte mit den USA intensiviert werden, nicht zuletzt aus dem Grund, dass die Schweiz über allfällige weitere bilaterale Abmachungen zwischen den USA und der Bundesrepublik auf dem laufenden ist.

Die Schlussfolgerung ist, dass es für die Schweiz nicht opportun ist, sich an einem Währungsverbund, welcher Natur auch immer, zu beteiligen. Hingegen ist es wünschenswert, die Zusammenarbeit mit ausgewählten Notenbanken fortzusetzen und nach Möglichkeit zu intensivieren, allerdings nicht institutionell abgesichert, sondern auf pragmatischer Basis. Bei einer allfälligen Erweiterung des Swap-Netzes in anderen Währungen als dem USDollar sind die technischen Voraussetzungen zu beachten.

Das Direktorium teilt grundsätzlich die Meinung, dass die Voraussetzungen für eine Teilnahme der Schweiz an einem Währungsverbund nicht gegeben sind. Es muss aber festgestellt werden, dass die Idee eines Währungsverbundes

29. Juni 1978.

Nr. 446.

sowohl in der Wirtschaft als auch bei den Spitzen der Bundesverwaltung recht populär ist. Unsere ablehnende Haltung muss daher gut begründet werden. - Ferner stellt sich die Frage, wie wir dem Bundesrat unsere Meinung zur Kenntnis bringen. Da eine offizielle Stellungnahme verfrüht wäre, beauftragt das Direktorium den Chef der Volkswirtschaftlichen Abteilung, seine Studie dem Chef des Währungs- und Wirtschaftsdienstes der Eidg. Finanzverwaltung zu überbringen.

Vollzug: I. Departement.

Ferner wird die Forschungsabteilung beauftragt, die Bedingungen stichwortartig zu formulieren, die für einen erfolgreichen Währungsverbund gegeben sein müssten.

Vollzug: I. Departement.

4. Zur Opportunität von Währungskrediten

Als Währungskredite bezeichnet der Generalsekretär Kredite von Währungsbehörden an andere Währungsbehörden, die zur Stützung der eigenen Währung auf dem Markt aufgenommen werden. Dabei geht man meist von der Vorstellung aus, der Kurs einer Währung hänge vorwiegend von den Transaktionen auf dem Devisenmarkt oder von bestimmten Entwicklungen der Zahlungsbilanz ab.

Für die Schwäche einer Währung gibt es aber nur zwei Ursachen. Die grundlegende Ursache ist die von der betreffenden Währungsbehörde verfolgte Politik, dh. vor allem das Ausmass ihrer Geldschöpfung durch den Ankauf in- oder ausländischer Aktiven. Die mehr psychologische Ursache von Wechselkursbewegungen ist der Einfluss der Erwartun-

29. Juni 1978.

Nr. 446.

gen, die ebenso wie z.B. bei den Rohwaren die Preise vorübergehend beeinflussen können.

Gewährt nun z.B. die SNB der Bank of England einen Kredit von \$ 100 Mio, so kann die Bank of England über ein Dollarguthaben bei einer amerikanischen Geschäftsbank verfügen, das zuvor auf den Namen der SNB lautete. Verkauft die Bank of England das Guthaben zur Stützung des Pfundes auf dem Devisenmarkt, z.B. an eine britische Geschäftsbank, so wechselt das Guthaben nochmals den Besitzer. Das einzige monetäre Relevante an diesen Transaktionen ist, dass die Bank von England durch den Verkauf des Dollarguthabens einen entsprechenden Pfundbetrag entgegengenommen und dadurch die monetäre Basis in Grossbritannien verringert hat.

Diese Verringerung der monetären Basis wirkt tendenziell in Richtung auf eine Stabilisierung - in unserem Beispiel des Pfundes - und ist damit durchaus zweckmässig. Die monetäre Basis hätte aber natürlich ebenso gut durch den Verkauf inländischer Aktiven statt von Devisen reduziert werden können, das Vorgehen, das z.B. zur Zeit der Goldwährung üblich war, um die Wechselkurse zu festigen.

Währungskredite sind also für die Stabilisierung einer Währung im Prinzip nicht nötig, wenn sie auch zur Beeinflussung der Erwartungen des Marktes nützlich sein können. Un-erlässlich für die Stabilisierung einer schwachen Währung ist hingegen eine Aenderung der Geldpolitik der betreffenden Zentralbank im Sinne einer Beschränkung ihrer Geldschöpfung. Auch die Nationalbank sollte sich danach richten und Währungskredite möglichst wenig und nur dann erteilen, wenn beim Kreditnehmer Gewähr für die notwendige Aenderung der Geldpolitik besteht.

29. Juni 1978.

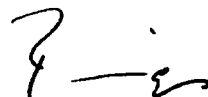
Nr. 446.

Das Direktorium stimmt auch diesen Ueberlegungen grundsätzlich zu, wenn sie auch als etwas hart erscheinen. Ausserdem gibt die Solidarität unter Zentralbanken manchmal Anlass zur Gewährung von Währungskrediten, an die schwer formelle Verpflichtungen geknüpft werden können.

Notiz zu Protokoll.

Protokollauszug an das I., II. und III. Departement.

Der Generalsekretär:

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'F. - e.' or similar, written in a cursive style.