

persönlich und wertneutral

Widersprüche in der schweizerischen Geld- und Währungspolitik

1. Interventionen am Devisenmarkt

Die Schweizerische Nationalbank hat 1977 netto für rund 4 Mia. Fr. Devisen aus dem Markt genommen. Um diesen Betrag hat sich der Devisenbestand vermehrt. Dieser Saldo ist die Differenz zwischen den gesamten Käufen von Devisen und den Verkäufen, welche die SNB aufgrund der Ablieferungspflicht für Schweizerfranken, die beim Kapitalexport anfallen, vornimmt. Die Ablieferungspflicht verschafft der SNB einen etwas grösseren Spielraum für die zeitliche Verteilung ihrer Interventionen; doch sollte sie in ihren Wirkungen nicht überschätzt werden, denn niemand hindert ja den Kapitalexporteur daran, mit den von der Nationalbank erworbenen Devisen wiederum Schweizerfranken zu kaufen, wenn er eine kurzfristige Anlage in der Schweiz einem sofortigen Transfer ins Ausland vorzieht. Die zusätzliche Nachfrage nach ausländischen Währungen bzw. das zusätzliche Angebot an Schweizerfranken ist jedoch auf die Netto-Interventionen begrenzt.

Die Nationalbank spricht regelmässig davon, dass sie nur die "erratischen Schwankungen" des Kurses verringern, d.h. die Spitzen der Kursentwicklung brechen wolle. Niemals setze sie sich zum Ziel, die Tendenz des Marktes zu bestimmen oder sich einer bestimmten Tendenz entgegen zu stemmen. Eine Politik, die diesen Zielsetzungen folgt, würde jedoch keine grossen Mittel erfordern, da sich die jeweiligen Interventionen über längere Sicht ausgleichen würden, gemäss dem statistischen Gesetz, dass die Summe der Zufallsschwankungen gleich Null ist. Offenbar hat die Nationalbank 1977 wie auch in den früheren Jahren eben doch versucht, dem Kurs eine bestimmte Richtung zu geben, denn ihre Interventionen gehen per Saldo immer in der gleichen Richtung, nämlich in der Richtung einer Stützung der ausländischen Devisen. Trotzdem haben die spektakulären Kurseinbrüche der letzten Monate nicht verhindert werden können. Die Erklärungen der Nationalbank in bezug auf die Wirksamkeit tendenzbestimmender Interventionen sind also bestätigt worden; doch ihre Handlungen stimmen nicht mit ihren Erklärungen überein.

2. Interventionen und Stabilitätspolitik

Die Nationalbank hat zur Aufgabe, den Geldumlauf in der Schweiz zu regeln, d.h. das Geldangebot in einer Weise zu handhaben, die weder Inflation noch Deflation verursacht. Sie muss also, ein positives Wirtschaftswachstum vorausgesetzt, jedes Jahr Geld schaffen. In den letzten Jahren hat sie sich die These der Monetaristen zu eigen gemacht, wonach zu Beginn jedes Jahres die angestrebte Wachstumsrate der Geldmenge bekannt gegeben werden sollte (im laufenden Jahr 5 %). Ferner hat sie sich eine Verstetigung der Geldmengenentwicklung und eine langsame Verringerung des Geldmengenwachstums zum Ziel gesetzt.

Diese Politik ist sicher unterstützungswürdig. Die Frage ist, mit welchen Mitteln sie verfolgt werden sollte und ob sie eingehalten werden kann, obwohl sie möglicherweise mit andern Zielen in Widerspruch steht.

Wie unter Ziffer 1 bereits bemerkt, schafft die Nationalbank heute Zentralbankgeld (monetäre Basis) fast ausschliesslich, indem sie Devisen entgegen nimmt und Franken ausgibt. Es bestünde jedoch auch die Möglichkeit, Geld zu schaffen, indem die Nationalbank dem Bund jedes Jahr in einem bestimmten Betrage ein Guthaben einräumt und dafür Wertpapiere des Bundes entgegen nimmt. Diese Wertpapiere könnten später als Munition für Offenmarktpolitik verwendet werden. Man kann sich nämlich fragen, welchen Nutzen der sehr stark gewachsene Devisenbestand der Schweiz als ganzes eigentlich einbringt. Zusammen mit dem Goldvorrat von etwa 260 Tonnen stellt er das "Fundament" unserer Währung dar, ein Fundament, das unter flexiblen Wechselkursen vollkommen unnötig geworden ist. (Während das Gold heute nur noch negative Erträge in Form von Kosten für Aufbewahrung und Lagerhaltung bringt, werfen die Devisen zwar Zinserträge ab, doch sind sie im letzten Jahr durch die Wechselkursverluste weit übertroffen worden). Somit liegen Beträge von rund 34 Mia. Fr., d.h. etwa $\frac{1}{4}$ bis $\frac{1}{5}$ des schweizerischen Volkseinkommens, brach.

Dies sind jedoch nur Nebenprobleme, verglichen mit der Hauptsache, nämlich der Frage, ob diese Interventionen das Stabilitätsziel nicht gefährden. Die Nationalbank scheint sich dieser Gefahr allmählich bewusst zu werden, hat sie doch durch Ausgabe von Wertpapieren, also mittels der Offenmarktpolitik, einen Teil der entstandenen Mittel wieder abgeschöpft. Das ist grundsätzlich genau das Verfahren, welches die Herren Jann, Erbe und Juvet vor wenigen Jahren vorgeschlagen hatten, allerdings unter Verkündung eines zu garantierenden festen Kurses durch die Nationalbank und mit dem Einsatz viel grösserer Mittel. Trotzdem begibt man sich meiner Ansicht nach auf eine gefährliche schiefe Ebene, wenn man nun beginnt, grundsätzlich ohne Limiten zu intervenieren, und sich damit vertröstet, die entstandene Liquidität am offenen Markt abschöpfen zu können. Die Einwände gegen den Plan Jann-Erbe-Juvet bleiben nach wie vor bestehen; sie sind zum Teil von der Nationalbank selber vorgetragen worden.

Nach Auskunft des Präsidenten an der letzten Vorortssitzung soll die Fortsetzung der Interventionen trotz ihres offenkundigen Misserfolgs bei der Wechselkursstabilisierung darum erfolgen, weil die Nationalbank sich gegenüber der amerikanischen und der deutschen Zentralbank verpflichtet habe, den Dollar zu stützen. Aus dieser Verpflichtung könne sie nun nicht ausbrechen. Diese Abmachung scheint mir eine recht schmale Basis zu sein, um Massnahmen zu rechtfertigen, an denen das Interesse der Schweiz zumindest zweifelhaft ist. Die andern Notenbanken haben in ähnlicher Lage stets einem sacro egoismo nachgegeben, ohne sich mit Nibelungen-Treue an vage Versprechungen zu halten.

3. Ketzerische Betrachtungen zur Exportförderung

Die verschiedenen Massnahmen des Bundes zur Exportförderung haben sich bewährt und auch den Beifall der Industrie gefunden. Ich will durchaus nicht dagegen auftreten; auch mir erscheint eine Verkürzung der Decke, die z.B. von der ERG über die Exportindustrie gebreitet wird, im gegenwärtigen Zeitpunkt nicht tunlich, von kleinen Satzkorrekturen allenfalls abgesehen. Dagegen besteht doch ein Wider-

spruch zwischen diesen Massnahmen zur Exportförderung und dem häufig beklagten Ueberschuss der Ertragsbilanz, der seinerseits unmittelbar oder mittelbar zur Aufwertung des Frankens beiträgt. Zwar ist es richtig, dass die Handelsbilanz traditionell passiv, der Rest der Ertragsbilanz dagegen aktiv ist, und von dort stammt auch der Grossteil der Ueberschüsse. Aber Exportförderung verträgt sich grundsätzlich nicht mit dem nicht unberechtigten Postulat, man möge mehr importieren und im eigenen Lande konsumieren. Wir begeben uns gerade auch in den Augen des Auslandes aufs politische Glatteis, wenn wir in dieser Richtung allzu weit gehen. Exportförderung eines Landes mit grossem Ertragsbilanzüberschuss wird international eben nicht gern gesehen. Im Interesse eines niedrigeren Frankenkurses sollten wir eigentlich Importförderung betreiben! Auch unter innenpolitischen Aspekten wirkt es widersprüchlich, wenn man auf der einen Seite die Exporte fördert, auf der andern Seite aber, wie es einige Wirtschaftskreise verlangen, die Schleusen für den Zuzug neuer ausländischer Arbeitskräfte weit öffnen würde. Wem es schlecht geht, der braucht in der Regel keine neuen Arbeitskräfte, und wer Arbeitskräfte sucht, ist offenbar nicht auf Exportförderung angewiesen. Dies sollte an sich gerade in einer Industrie mit vergleichsweise geringen Fixkosten wie der Bekleidungsindustrie gelten.

4. Marginale Ritzungen der Ordnungskonformität in der Währungspolitik

Ob der erfreulichen Tatsache, dass das Begehren nach Devisenmarktsplaltung bis jetzt hat abgewehrt werden können, darf man nicht vergessen, dass unsere Währungspolitik trotz dem Bestehen flexibler Wechselkurse von einem zunehmenden Interventionsgrad gekennzeichnet ist. Diese Interventionen (im weiteren Sinn als Massnahmen verstanden, die auf den Wechselkurs indirekt Einfluss zu nehmen versuchen) sind in der Regel mit einem freien grenzüberschreitenden Kapitalverkehr nicht vereinbar. In diesem Zusammenhang ist an die zahlreichen Abwehrmassnahmen gegen fremde Gelder zu erinnern, die einer teilweisen Aufhebung der Konvertibilität des Frankens für Ausländer gleichkommen. Damit ist nichts über die Zielkonformität

dieser Massnahmen gesagt. Andere Vorkehren, wie die Devisentermingeschäfte zu Vorzugsbedingungen für die Textil- und die Uhrenindustrie sowie die Schaffung verbilligter Exportwechsel für diese Industrien sowie die Finanzierungsbeihilfen für Grossprojekte über 30 Mio. Fr., verstossen gegen die Marktordnung im Bereich der Wettbewerbsgleichheit. Sie begünstigen einige Branchen und diskriminieren andere. Selbst scheinbar harmlose Vorschriften wie die Devisenkonversionspflicht bei Kapitalexporten sind mindestens lästig. Die Vorschriften für den kurzfristigen Kapitalverkehr, vor allem die Begrenzung der Termindevisengeschäfte, haben unerwünschte Rückwirkungen für die schweizerische Wirtschaft; so engen sie den Termindevisenmarkt ein und erlauben auf diesem Wege die grossen Schwankungen, denen unsere Währung im Gegensatz etwa zur Deutschen Mark ausgesetzt ist.

Alle diese Massnahmen sind gewissermassen nur Salamischeibchen, deren jedes allein nicht ins Gewicht fällt. Alle zusammen aber stellen sie einen nicht unbeträchtlichen Eingriff in die Handels- und Gewerbefreiheit im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr dar, mit allen unerfreulichen Wirkungen auch für die Schweiz.

5. Nochmals die Uebernahme des ERG-Währungsrisikos durch die Nationalbank

In diesem Bereich besteht der Widerspruch in der Nationalbank-Politik darin, dass man zwar nicht bereit ist, dem Bund gegen Entgegennahme von Wertschriften neu geschaffenes Notenbankgeld zur Verfügung zu stellen, dagegen seine Bereitschaft bekundet, auf einem sehr partiellen oder sektoralen Weg dem Bund eine Aufgabe abzunehmen, indem man die Deckung der aus der Uebernahme des ERG-Währungsrisikos entstandenen und noch entstehenden Ausgaben übernimmt. Wirtschaftlich kommt es gleich heraus, ob die Notenbank Geld gezielt zu bestimmten Zwecken schafft oder es dem Bund ohne Auflagen zur Verfügung stellt; politisch mag das erste angenehmer sein; verfassungsrechtlich ist nur das zweite zulässig. Für spätere Zeiten wichtig ist jedenfalls die Feststellung, dass die Nationalbank so oder so vom "Pfad der Tugend" abweicht, den man bis jetzt darin

gesehen hat, dass sie dem Bund nur kurzfristige, wieder rückzahlbare Kredite zu Tresoreriezwecken gibt.

6. Zyklische oder tendenzartige Veränderungen des Dollarkurses?

Das Währungssystem von Bretton Woods war durch zyklische Schwankungen um bestimmte Mittelkurse, die Paritäten, gekennzeichnet. Im heutigen Wechselkurssystem sind die Schwankungen nicht mehr notwendigerweise zyklisch, d.h. sie kehren nicht mehr unbedingt zu einem bestimmten Ausgangskurs zurück, sondern die Wechselkurse zweier bestimmter Währungen können grundsätzlich sämtliche positiven Werte der Zahlenskala annehmen. Ein Beispiel für zyklische Schwankungen selbst unter dem System frei schwankender Wechselkurse könnte die Deutsche Mark abgeben; Beispiele für divergierende Bewegungen, wo der Wechselkurs einer bestimmten Tendenz und nicht einem Zyklus gehorcht, sind jedoch viel häufiger (Dollar, französische Franken, englisches Pfund, italienische Lira, portugiesischer Escudo, spanische Peseta, schwedische Krone). Bei diesen Wechselkursverschiebungen, die grosso modo durch die unterschiedlichen Inflationsraten in der Schweiz und im betreffenden Land bestimmt sind, gibt es grundsätzlich keine Rückkehr zu einem bestimmten früheren Kurs mehr, sofern nicht (langfristig) das Verhältnis der Inflationsraten sich umkehrt oder (kurzfristig) die Zahlungsbilanz des in Frage stehenden Landes sich verändert (wie im Falle des englischen Pfundes).

Für die meisten Währungen wirken somit Wechselkursverschiebungen als Ausgleichsmechanismen unterschiedlicher Inflationsraten. Die Wechselkurse verändern sich umso mehr, je länger die Laufzeit eines bestimmten Kredites ist; kurzfristige Kredite bringen grundsätzlich ein kleineres Wechselkursrisiko mit sich als langfristige. (Die ERG wird sich dieses Umstandes noch schmerzlich bewusst werden, wenn sie an ihr Dollar-Engagement denkt.) Daraus folgt, dass langfristige Währungsgarantien teurer sein sollten als kurzfristige, wie es auch den Marktbedingungen entsprechen würde. Im Augenblick sind meiner Meinung nach die langfristigen Währungsgarantien zu gunsten der Maschinenindustrie zu billig, was einer strukturellen

Begünstigung dieser Industrie gleichkommt und grundsätzlich als unerwünschter strukturpolitischer Eingriff gewertet werden muss.

Hält man es für wahrscheinlich, dass die Inflation in den USA in den nächsten Jahren weitergeht und ihre Rate sich über der schweizerischen Inflationsrate halten wird, wie es die Nationalbank tut und wie es auch einer allgemeinen Lageeinschätzung entspricht, so ist notwendigerweise mit einem weiteren Abfallen des Dollars (über 3 bis 5 Jahre hinaus) zu rechnen. Es besteht kein Anlass für die optimistische Annahme der Nationalbank, dass sich der Dollar im Jahre 1980 oder später stabilisieren wird, dies umso weniger, als die Aussichten zur Behebung der monetären Schwierigkeiten der USA (Budgetdefizit, Ertragsbilanzdefizit) gering sind.

Rühl

Zürich, 24. Februar 1978 Rü/bo