

EIDG. FINANZVERWALTUNG
Sektion Währung
337.0/Zu/ZUSNBSTLDOC

Bern, 6. Dezember 1991

N o t i z an Herrn Bundesrat Stich

**Geldpolitik 1992: Besprechung des Bundesrats vom 9. Dezember 1991 mit dem
Direktorium der Schweiz. Nationalbank**

Herr Bundesrat

Am 2. Dezember 1991 fand eine Sitzung zwischen Vertretern der SNB und der EFV statt, an der die Vorstellungen des Noteninstituts über die Geldpolitik des kommenden Jahres presentiert wurden.

Die SNB wird 1992 **weiterhin auf ein Geldmengenziel verzichten**. Sie beabsichtigt, mit der in diesem Jahr eingeschlagenen geldpolitischen Strategie fortzufahren, d.h. ein **mittelfristiges Wachstumsziel** der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von **1%** anzustreben. Das traditionelle Geldmengenaggregat wird damit weiterhin als Hauptindikator dienen, wobei der Entwicklung der Wechselkurse - speziell der D-Mark/Franken-Relation - Rechnung getragen werden soll.

Die Vertreter der SNB beurteilten die bisherigen Erfahrungen mit der mittelfristig orientierten Geldpolitik als positiv. Die Notenbankgeldmenge habe sich gemäss den Vorstellungen der SNB entwickelt und werde im 4. Quartal 1991 voraussichtlich **1,8%** ber dem Stand des Vorjahresquartals liegen. Bei der letztjährigen Ankündigung des Wachstumsziels von **1%** wurde betont, dass diese Zahl als Durchschnitt der nächsten 3-5 Jahre zu verstehen sei. Ein berschieszen im Jahr 1991 sei aufgrund der starken Abnahme des Geldaggregats in den vorangegangenen (!) Jahren nicht auszuschliessen.

Was die Entwicklung der Giro Guthaben der Geschäftsbanken betrifft (sie haben sich im Verlauf dieses Jahres sukzessive von rund 3,1 Mia Fr auf rund 2,6 Mia Fr reduziert), geht die SNB davon aus, dass die Anpassung abgeschlossen sei. Die Grossbanken hätten ihren Spielraum zur Senkung der Liquiditätsnachfrage ausgenutzt.

Für das nächste Jahr prognostiziert die SNB einen **zunehmenden Spielraum für Zinssenkungen**. Da jedoch eine allzu starke Abschwächung des Frankens verhindert werden soll, bleibt das hohe europäische Zinsniveau nach wie vor massgebend. Die **Teuerung** wird Ende 1992 auf **3-4%** geschätzt, wobei bei einer allfälligen Treibstoffzollerhhung mit dem oberen Wert zu rechnen sei. Bezüglich der Entwicklung der

Kopie an: Gy, Kae



schweizerischen Wirtschaft geht die SNB von einem **realen BIP-Wachstum von 1%** aus.

Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung im Jahr 1992

Die diesjährigen Erfahrungen mit der an einem mittelfristigen Wachstumspfad der Notenbankgeldmenge orientierten Geldpolitik haben unsere **grundsätzlichen Bedenken** an der Effizienz dieses Ansatzes noch verstärkt. Indem einerseits am traditionellen Geldmengenziel festgehalten wird, andererseits jedoch explizit weitere Indikatoren (u.a. Wechselkurs, Zinssatz) berücksichtigt werden, läuft die Geldpolitik auch im neuen Jahr Gefahr, erratisch zu wirken. Das abwechselnde Reagieren auf verschiedene Indikatoren erzeugt ein unerwünschtes Stop and Go-Phänomen, das zu schlechten Ergebnissen in der Bekämpfung der Inflation führt.

Die Ankündigung des geldpolitischen Kurses für 1992 wird, wie 1991, den Wirtschaftsakteuren kaum Hinweise geben, was sie konkret von der Geldpolitik erwarten können. Dies wird die Glaubwürdigkeit der SNB, die aufgrund der hohen Teuerungsraten in diesem Jahr weiterhin angeschlagen bleibt, nicht stärken. Die Unsicherheit bezüglich des geldpolitischen Kurses trägt u.E. wesentlich dazu bei, dass die Inflationserwartungen der Wirtschaft nur zögernd reduziert werden.

Konkrete Bedenken haben wir nach wie vor bezüglich des von der SNB gewählten Geldmengenaggregats als Indikator. Die Entwicklung der Giro Guthaben hat gezeigt, dass die Notenbankgeldmenge weiterhin instabil und schwer interpretierbar ist. Die SNB musste in diesem Jahr die Höhe der Girogelder sukzessive nach unten anpassen, um der gesunkenen Nachfrage Rechnung zu tragen. Mit durchschnittlich 2,6 Mia Fr befinden sich die Giro Guthaben jetzt auf einem derart tiefen Niveau, dass bei jeder unerwarteten Nachfrageverschiebung mit extremen Ausschlägen des Tagesgeldsatzes zu rechnen ist. Die SNB ist somit in der unangenehmen Lage, die Giro Guthaben so steuern zu müssen, dass einerseits das mittelfristige Geldmengenziel erreicht wird, andererseits die Ausschläge der Tagesgeldsätze in Grenzen gehalten werden.

Unter Berücksichtigung dieser Umstände sowie der Tatsache, dass die Entwicklung des Notenumlaufs (90% der Notenbankgeldmenge) schwer zu prognostizieren ist, erscheint eine glaubwürdige Geldpolitik über den Geldmengenindikator äusserst fragwürdig.

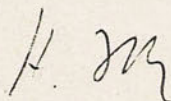
Schlussfolgerungen

Die wirtschaftlichen Voraussetzungen in der Schweiz (sehr offene Volkswirtschaft, freier Kapitalverkehr, enge Verflechtung mit Deutschland und Europa) erlauben nur einen beschränkten Autonomiegrad in der Geldpolitik. Die aktuelle geldpolitische Ausrichtung berücksichtigt dies kaum; es wird am Mythos der Selbstbestimmung fest-

gehalten. U.E. muss sich die SNB für **einen Indikator** entscheiden, und der kann unter den aktuellen Umständen nur der **Wechselkurs gegenüber der D-Mark** sein.

In diesem Zusammenhang stellen wir fest, dass die SNB zurzeit eine tendenzielle Abschwächung des Frankens in Kauf nimmt, um die kurzfristigen Zinsen nicht ansteigen zu lassen. Unter dem Blickwinkel einer 5. Hypothekarzinsrunde und der konjunkturrell unbefriedigenden Lage der schweizerischen Wirtschaft kann dafür ein gewisses Verständnis aufgebracht werden. Man muss sich jedoch der Gefahr einer derartigen Strategie bewusst sein. Die gewichtige Zinsdifferenz zugunsten der D-Mark, verbunden mit verschiedenen strukturellen Faktoren (hartnäckige Teuerung, Bankensolidität, Stempelsteuer), könnte diese Schwächeneigung verstärken und die SNB zu einer abrupten Kehrtwendung in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik zwingen.

EIDG. FINANZVERWALTUNG
Sektion Währung



H. Ith

Sachbearbeiter: F. Zurbrügg