

Von der Kreditpolitik zur Geldmengenpolitik

Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank in den letzten zehn Jahren

Von Kurt Schiltknecht, Zürich*

I. Einleitung

Gemäß Art. 39 der schweizerischen Bundesverfassung ist die Hauptaufgabe der Schweizerischen Nationalbank, „den Geldumlauf des Landes zu regeln, den Zahlungsverkehr zu erleichtern und eine den Gesamtinteressen des Landes dienende Kredit- und Währungspolitik zu führen“. Eine analoge Aufgabenstellung findet man im Nationalbankgesetz, welches aus dem Jahre 1953 stammt. Im Gesetz wird aber weder festgelegt, nach welchen Gesichtspunkten der Geldumlauf zu regeln sei, noch wird erwähnt, was unter den „Gesamtinteressen des Landes“ zu verstehen ist. So bleibt es der Schweizerischen Nationalbank überlassen, ihren gesetzlichen Auftrag zu konkretisieren. Als Gesamtinteresse des Landes haben sich mit der Zeit Preisstabilität, Vollbeschäftigung und ein möglichst gleichmäßiges Wirtschaftswachstum herauskristallisiert. Innerhalb dieses Zieldreiecks lag die Priorität bei der Preisstabilität, was vor allem in einer Eigenheit der schweizerischen Wirtschaftsentwicklung der Nachkriegszeit begründet liegt. Diese verlief zwar wie in anderen Industriestaaten nicht ohne zyklische Schwankungen; im Gegensatz zum Ausland waren aber die schweizerischen Rezessionen nie so ausgeprägt, daß die statistisch ausgewiesene Arbeitslosigkeit über 1 % angestiegen ist. Die konjunkturellen Schwankungen spiegeln sich auf dem Arbeitsmarkt vor allem in Zu- und Abwanderungen ausländischer Arbeitskräfte wider. Die unbedeutende Arbeitslosigkeit ist der entscheidende Grund dafür, daß die für die Geldpolitik anderer Länder so verhängnisvolle „Phillipskurven-Diskussion“ nicht auf die Schweiz übergriff. Bis in die jüngste Zeit war die schweizerische Geldpolitik nie mit dem Dilemma

* Für wertvolle Anregungen und Hinweise bei der Ausarbeitung des Aufsatzes dankt der Autor P. Buomberger und Dr. A. Galli, Forschungsabteilung der Schweizerischen Nationalbank.

Inflation oder Arbeitslosigkeit konfrontiert. Die eigentliche Aufgabe der Geldpolitik sah und sieht man auch heute im Erreichen von Preisstabilität, zumal dies entsprechend den heutigen theoretischen Erkenntnissen nicht im Gegensatz zu den anderen Zielen der Wirtschaftspolitik steht. Vielmehr ist Preisstabilität eine wichtige Voraussetzung für Vollbeschäftigung und Wachstum.

Im Gegensatz zur Zielsetzung der Geldpolitik an und für sich hat sich das Vorgehen zur Realisierung dieser Ziele mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen stark gewandelt. Zuerst wird im folgenden die Geldpolitik unter dem System fester Wechselkurse behandelt. Ausgangspunkt bildet dabei ein kurzer Überblick über die monetäre Entwicklung in der Nachkriegszeit. Das Verständnis der geldpolitischen Entscheide und Maßnahmen in den Jahren vor Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems wird durch einen solchen Rückblick erleichtert. Die anschließenden Erläuterungen der Gründe, welche zum Scheitern der Geldpolitik unter fixen Wechselkursen geführt haben, bilden die Überleitung zur Darstellung der Geldmengenpolitik unter flexiblen Wechselkursen.

II. Rückblick auf die monetäre Entwicklung in der Nachkriegszeit¹

In der Nachkriegszeit lassen sich in der Schweiz fünf mehr oder weniger ausgeprägte Konjunkturzyklen erkennen (1946 - 1949, 1949 - 1952/53, 1953 - 1958, 1958 - 1967 und 1967 - 1972)². Die Konjunkturabschwächung in den einzelnen Zyklen war von unterschiedlicher Intensität. Trotz wirtschaftlicher Abschwächungen in den Jahren 1952/3 und 1967 wurden weiterhin positive Wachstumsraten des Bruttosozialproduktes erzielt. Als eigentliche Rezessionsjahre, sieht man vom kriegsbedingten Jahr 1949 ab, verbleiben nur 1958 und 1975. Eine Analyse der Wachstumsraten der Geldmenge M_1 und der bereinigten monetären Basis³ in den einzelnen Zyklen zeigt, daß allen Rezessionsjahren (1952/3, 1958, 1967 und 1975) niedrige Zuwachsraten der Geldmenge M_1 und niedrige bzw. negative Zuwachsraten der bereinigten monetären Basis vorausge-

¹ Vgl. dazu A. Galli: „Der Geldangebotsprozeß in einer offenen Volkswirtschaft — dargestellt am Beispiel der Schweiz“, Diss. Basel 1978.

² Vgl. zur konjunkturellen Entwicklung in der Schweiz: A. Mattei et al.: „Konjunktur 1950 - 1970, eine ökonometrische Analyse mit dem ETH-Modell der schweizerischen Wirtschaft“, Institut für Wirtschaftsforschung ETH-Zürich, mimeo. 1976.

³ Vgl. zur Definition der Geldmenge und der bereinigten monetären Basis: „Revision der Geldmengenstatistik“, Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, Heft Nr. 8, August 1975.

gangen sind. Demgegenüber ging allen Aufschwungsphasen eine starke Ausweitung der bereinigten monetären Basis und der Geldmenge voraus. Während 1953 die Zunahme der bereinigten monetären Basis und der Geldmenge gleichzeitig und in ungefähr gleichem Ausmaß erfolgte, stieg in den übrigen Aufschwungsphasen zuerst die bereinigte monetäre Basis im Vergleich zur Geldmenge M_1 überproportional an. Erst mit der Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität stiegen die Zuwachsraten der Geldmenge stärker als diejenigen der bereinigten monetären Basis an. Die Parallelität der Entwicklung in den Konjunkturzyklen ist deshalb von besonderem Interesse, weil nur in jüngster Zeit der Verlauf der bereinigten monetären Basis und damit der Geldmenge das Resultat einer quantitativen Steuerung durch die Schweizerische Nationalbank ist. Die Entwicklung in den früheren Jahren war hingegen größtenteils das Resultat der Zahlungsbilanzentwicklung.

Die Bedeutung der Zahlungsbilanz für das Geldangebot unter festen Wechselkursen läßt sich am besten mit Hilfe der monetären Basis- und der Zahlungsbilanzidentität darstellen:

$$(1) \quad ZB_t \equiv RES_t - RES_{t-1} \equiv EB_t + KB_t + KP_t$$

$$(2) \quad B_t \equiv RES_t + NK_t + S_t$$

B: Monetäre Basis

RES: Gold- und Devisenbestand der Schweizerischen Nationalbank

NR: Kredite der Schweizerischen Nationalbank an das Bankensystem

S: Sonstiges

ZB: Saldo der Zahlungsbilanz

EB: Saldo der Ertragsbilanz

KB: Nettokapitalimporte des schweizerischen Bankensystems

KP: Nettokapitalimporte der Nichtbanken, inkl. Fehler und Unterlassungen

In Tabelle 1 ist die Entwicklung dieser Größen für die Zeitperiode 1950 - 1976 zusammengestellt. Dabei zeigt sich deutlich, daß die Erhöhung der monetären Basis praktisch ausschließlich auf außenwirtschaftliche Transaktionen zurückzuführen war. In den fünfziger Jahren wiesen die Zahlungsbilanzüberschüsse trotz großer Fluktuationen des Ertragsbilanzsaldos nur geringe Schwankungen auf. Der Kapitalverkehr der Banken und des Nichtbankensektors wirkte stabilisierend auf den Verlauf des Zahlungsbilanzsaldos. Mit dem Übergang zur Währungskonvertibilität zahlreicher ausländischer Staaten änderte sich das Bild. Umfangreiche Kapitalimporte des Nichtbankensektors führten bei günstiger Konjunktorentwicklung trotz defizitärer Ertragsbilanz zu einer star-

Tabelle 1

Entwicklung einiger Komponenten der schweizerischen Zahlungsbilanz
(Alle Werte in Mio. Franken und korrigiert um Ultimoswap-Transaktionen)

Jahr	B	RES	$\frac{ZB}{\Delta RES}$	EB	KB	KP
1950	5 960	6 232				
1951	6 264	6 232	0	— 130	696	— 566
1952	6 562	6 367	135	675	— 25	— 515
1953	6 634	6 608	241	1 440	— 238	— 916
1954	6 916	6 973	365	1 065	24	— 724
1955	7 352	7 310	337	660	141	— 464
1956	7 559	7 730	420	125	320	— 25
1957	7 943	8 165	435	— 195	— 172	802
1958	8 856	8 890	725	960	— 80	— 155
1959	8 375	8 430	— 460	760	— 801	— 419
1960	9 171	9 878	1 448	410	— 65	1 103
1961	9 547	11 415	1 537	— 915	689	1 763
1962	10 116	11 715	300	— 1 465	— 146	1 911
1963	10 938	12 527	812	— 1 555	— 37	2 404
1964	12 646	14 103	1 576	— 1 795	381	2 990
1965	11 642	13 186	— 917	— 300	— 2 087	1 470
1966	12 097	13 572	386	540	— 1 877	1 723
1967	14 850	15 460	1 888	1 055	964	— 131
1968	15 088	15 248	— 212	2 370	— 5 466	2 884
1969	15 916	15 642	394	2 300	— 1 990	84
1970	16 502	17 136	1 494	330	— 5 178	6 342
1971	24 897	25 876	8 740	410	1 575	6 755
1972	21 119	23 601	— 2 275	935	— 7 424	4 214
1973	23 026	25 369	1 768	1 045	2 524	— 1 801
1974	25 038	24 734	635	670	75	— 110
1975	26 071	27 087	2 353	6 820	— 11 136	1 963
1976	25 027	29 735	2 648	8 890	— 3 841	— 2 401

ken Zunahme der Währungsreserven und damit zu einer inflationär wirkenden Ausweitung der monetären Basis. Eine teilweise stabilisierende Wirkung ging von den Nettokapitalexporten des Bankensystems aus. Die Bedeutung des Kapitalverkehrs für die monetäre Entwicklung in der Schweiz läßt sich auch mit Hilfe einiger aggregierter Werte illustrieren. So erreichte beispielsweise der Nettokapitalimport der Nichtbanken im Konjunkturzyklus 1959 bis 1967 den Betrag von 12,8 Mrd. Franken. Da in dieser Periode der Nettokapitalexport der Banken nur 3,0 Mrd. Franken betrug und die kumulierten Ertragsbilanzsalden sich auf 3,3 Mrd. Franken beliefen, nahmen die Währungsreserven um 7 Mrd. Franken und die monetäre Basis um 6,5 Mrd. Franken zu.

Noch größere Ausmaße nahm der Kapitalverkehr in der Zeit von 1968 bis zur Einführung flexibler Wechselkurse an. Den Nettokapitalimporten des Nichtbankensektors im Umfang von 20,3 Mrd. Franken standen Nettokapitalexporte des Bankensystems von 18,5 Mrd. Franken gegenüber. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen machte der Nettokapitalimport des Nichtbankensektors einem bescheidenen Nettokapitalexport (1973 - 1976: 2,3 Mrd. Franken) Platz. Dafür schnellte der kumulierte Ertragsbilanzsaldo auf 17,4 Mrd. Franken. Der Nettokapitalexport der Banken blieb mit 12,4 Mrd. Franken zwar groß, doch deutlich hinter dem Betrag der vorangegangenen Jahre zurück.

Angesichts der großen Fluktuationen des Zahlungsbilanzsaldos und dessen dominierendem Einfluß auf den Verlauf der monetären Basis und damit auch auf die Geldmenge überrascht es nicht, daß dem Versuch der Kontrolle von Kapitalzuflüssen im Rahmen der schweizerischen Geldpolitik eine bedeutende Rolle zukam.

Der Tabelle 1 kann entnommen werden, daß die auslandsbedingte Zunahme der monetären Basis von Konjunkturzyklus zu Konjunkturzyklus zunahm. Parallel dazu stieg die Geldmenge M_1 an. Das schnellere Wachstum der monetären Basis und der Geldmenge konnte erst mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen gebrochen werden. Der überproportionale Anstieg der monetären Basis und damit der Geldmenge blieb nicht ohne Folgen: Hand in Hand mit der Zunahme der Geldmengenwachstumsrate nahm die Inflationsrate zu, während die Wachstumsrate des realen Bruttosozialproduktes (BSP) keine Zunahme aufwies. Im Gegenteil, die durchschnittliche Wachstumsrate im Konjunkturzyklus mit der größten Inflationsrate (1968 - 1975) blieb hinter der Wachstumsrate der übrigen Konjunkturzyklen zurück (vgl. Tabelle 2). Das beschleunigte

Wachstum im dritten Konjunkturzyklus (1959 - 1967) bedeutete allerdings keine echte Zunahme, da es vor allem auf einen Zustrom ausländischer Arbeitskräfte zurückzuführen war.

Tabelle 2

Variablen	Durchschnittliche Wachstumsraten in Prozenten			
	1950 - 1953	1954 - 1958	1959 - 1967	1968 - 1975
BSP zu laufenden Preisen	4,9	5,5	9,0	9,2
BSP zu konstanten Preisen ..	3,4	3,6	4,9	2,6
Konsumentenpreisindex	0,8	1,2	2,9	5,8
Geldmenge M_1 ($t - 1$)	*	3,4	7,3	7,0
Monetäre Basis ($t - 1$)	*	3,9	6,3	9,5

* Nicht verfügbar.

Der vorausgegangene empirische Überblick über die Entwicklung monetärer Größen in der Schweiz läßt zwar nur bedingte Schlußfolgerungen zu. Er zeigt jedoch auf der einen Seite ganz deutlich die zentrale Bedeutung der Zahlungsbilanz für das schweizerische Geldangebot unter dem System fester Wechselkurse, und auf der anderen Seite gibt er einen Hinweis für den Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation. Insbesondere wird ersichtlich, daß eine inflationäre Entwicklung immer von einer starken Ausdehnung der Geldmenge begleitet war.

III. Das geldpolitische Konzept bei festen Wechselkursen

Als sich, nach einer längeren Periode mit geringen Preisteigerungen, zu Beginn der sechziger Jahre die Anzeichen von Inflation mehrten, zeigte es sich, daß das Instrumentarium der Schweizerischen Nationalbank zur Erfüllung ihrer Aufgaben nicht ausreichte. Es wurde deshalb in einem ersten Schritt versucht, die geld- und währungspolitischen Ziele durch eine freiwillige Zusammenarbeit der Banken mit der Schweizerischen Nationalbank zu erreichen. Diese Kooperation an der geld- und währungspolitischen Front spielte sich in Form mündlicher Besprechungen ab, welche teilweise in Form sogenannter „Gentlemen's Agreements“ festgehalten wurden. Um die Position der Schweizerischen Nationalbank zu verstärken, wurden die vorerst freiwilligen Vereinbarungen durch

gesetzliche Maßnahme abgelöst. Mit dringlichen Bundesbeschlüssen⁴ konnte das Notenbankinstrumentarium für eine gewisse Zeit extrakonstitutionell erweitert werden. Bisher haben die Stimmbürger mit überzeugenden Mehrheiten solchen Erweiterungen zugestimmt. Die Tatsache, daß die Geld- und Währungspolitik der Schweizerischen Nationalbank über weite Strecken auf Notrecht oder auf freiwilligen Absprachen mit den Banken basierte, bildet ein interessantes Charakteristikum der schweizerischen Geldpolitik.

Die unter dem System fester Wechselkurse getroffenen Maßnahmen können in zwei Gruppen unterteilt werden:

Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder und

Maßnahmen zur Begrenzung des inländischen Kreditwachstums.

1. Maßnahmen gegen den Zufluß von Auslandsgeldern⁵

Die Maßnahmen gegen den Zufluß von Auslandsgeldern basieren auf der Erkenntnis, daß in der Schweiz eine inflationäre Ausweitung der monetären Aggregate größtenteils von den Kapitalimporten ausging. Deshalb wurden Maßnahmen konzipiert, die einen übermäßigen Zufluß von Auslandsgeldern unterbinden oder den Abfluß bereits zugeflossener Gelder erleichtern sollten. Insbesondere wollte man verhindern, daß spekulative Gelder Unruhe in den schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt bringen. Die letzte Konsequenz der Maßnahmen gegen den Zufluß von Auslandsgeldern bildete die Aufhebung des Systems fester Wechselkurse. Im Januar 1973 stellte die Schweizerische Nationalbank ihre Käufe am Devisenmarkt ein und überließ die Bestimmung des Wechselkurses den Marktkräften. Sehr bald zeigte es sich jedoch, daß das Problem der destabilisierenden Kapitalströme mit diesem Schritt nicht aufgehoben wurde, sondern in der Form von erratischen Wechselkursschwankungen neu auftrat. In teilweise modifizierter Form werden deshalb die Maßnahmen gegen Auslandsgelder auch unter flexiblen Wechselkursen weiterhin angewendet⁶.

⁴ Vgl. dazu: C. Lutz: Die dringlichen Bundesbeschlüsse über die Bekämpfung der Teuerung. Ein Kapitel Geschichte schweizerischer Wirtschaftspolitik. Diss. Zürich 1967.

⁵ Vgl. dazu: Geschäftsbericht der SNB 1971, S. 42 ff., und 1972, S. 39 ff.

K. Schiltknecht: Beurteilung der „Gentlemen's Agreements“ und Konjunkturbeschlüsse der Jahre 1954 - 1966 unter besonderer Berücksichtigung der Auslandsgelder, Diss. Zürich 1969.

⁶ Vgl. dazu: Geschäftsberichte der Schweizerischen Nationalbank 1973 bis 1977.

Kernstück praktisch aller „Gentlemen's Agreements“ und Konjunkturbeschlüsse über die Abwehr ausländischer Gelder bildete die Nichtverzinsung ausländischer Guthaben bei Banken in Schweizerfranken. Teilweise erstreckte sich das Verzinsungsverbot nur auf kurzfristige Einlagen. Verzinsungsverbote waren von 1955 - 1958, 1960 - 1966 und 1971 bis heute in Kraft.

In Perioden mit großen Währungsunruhen wurde die Maßnahme der Nichtverzinsung von ausländischen Einlagen noch verstärkt, und zwar durch die Einforderung einer Kommission auf kurzfristigen ausländischen Guthaben in Schweizerfranken. Ein solches Vorgehen drängte sich insbesondere unter dem System flexibler Wechselkurse auf, da die Ertragsminderung durch die Nichtverzinsung im Verhältnis zum erwarteten Aufwertungsgewinn kaum ins Gewicht fiel.

Um aus dem Ausland zugeflossene Gelder wieder zurückzuleiten, hat die Schweizerische Nationalbank den Banken in einigen Phasen kursgesicherte Dollars abgegeben⁷. Mit diesem Instrument wurde besonders bei Spekulationen auf eine Aufwertung des Schweizerfranken operiert. Auf die Dauer war aber eine Aufwertung des Schweizerfrankens nicht mehr zu umgehen. Am 9. Mai 1971 wurde der Schweizerfranken generell um 7 %, am 20. Dezember 1971 im Rahmen des Smithonian Agreements um weitere 6,4 % aufgewertet. Doch auch diese Maßnahmen reichten zur Abwehr der ausländischen Kapitalzuflüsse nicht aus.

Die Maßnahmen gegen den Zufluß von Auslandsgeldern waren nie so eng gefaßt, daß sie einer Devisenbewirtschaftung gleichgekommen wären. Die Schweizerische Nationalbank hat immer betont, daß eine Devisenbewirtschaftung keine gangbare Lösung sei. Mit einem Verzicht auf extreme Maßnahmen war es nicht zu verhindern, daß innerhalb des Abwehrdispositivs immer wieder Lücken für Kapitalzuflüsse aus dem Ausland offen blieben. Es gelang der Schweizerischen Nationalbank nicht, die negativen Auswirkungen des Kapitalzustroms auf die Geldmenge vollständig zu neutralisieren.

2. Kreditzuwachsbeschränkungen⁸

Aus der Erfahrung, daß der Kapitalzufluß aus dem Ausland nur unzureichend unter Kontrolle gebracht werden kann, hat die Schweizeri-

⁷ Vgl. dazu: Geschäftsbericht der Schweizerischen Nationalbank, 1971, S. 45/46.

⁸ Vgl. F. Leutwiler: Die Kreditbegrenzung im Notenbankinstrumentarium, in: *Wirtschaft und Recht* 1967.

sche Nationalbank versucht, die monetäre Entwicklung zusätzlich durch eine Begrenzung des Kreditvolumens des Bankensystems unter Kontrolle zu bringen. Kreditbegrenzungen waren in den Jahren 1962 - 1966⁹, 1969 - 1972 und 1973 - 1975 in Kraft. Im Gegensatz zu den letzten beiden Perioden, in denen eine globale Begrenzung des inländischen Kreditwachstums festgelegt wurde, ist in den Jahren 1962 - 1966 die Begrenzung nach Kreditarten differenziert worden, und zwar wurden Zuwachsraten für die inländischen Debitoren, für die Vorschüsse an öffentliche Körperschaften und für Hypothekarkredite festgelegt. Die Vorteile einer differenzierten Kreditzuwachsbeschränkung (Versuch einer möglichst gleichmäßigen Lastenverteilung) erwiesen sich in der Praxis als nicht so evident, daß sie die Nachteile (Schwierigkeiten bei der Festsetzung der einzelnen Zuwachsraten, Abgrenzung der einzelnen Kreditarten) überwogen hätten. Daher ist in den Kreditzuwachsbeschränkungen der späteren Jahre davon Abstand genommen worden.

Der Grund für die Bevorzugung der Kreditzuwachsbeschränkung gegenüber den traditionellen geldpolitischen Instrumenten lag zum Teil bei politischen Schwierigkeiten, die sich beispielsweise aus einer Einforderung umfangreicher Mindestguthaben ergeben hätten. Ausschlaggebend war aber die Überlegung, daß durch eine mit traditionellen Instrumenten durchgeführte geldpolitische Restriktion ein starker Zinsanstieg und damit weitere Kapitalimporte nach der Schweiz ausgelöst würden. Letztlich gab der Zielkonflikt, niedrige Zinssätze wegen der Gefahr von Kapitalimporten, hohe Zinssätze zur Vermeidung einer inflationären Geldmengenausweitung, der schweizerischen Geldpolitik ihr Gepräge. Dieser Konflikt, und das ist die Quintessenz der Erfahrungen der Schweizerischen Nationalbank, läßt sich unter dem System fester Wechselkurse solange nicht lösen, als im Ausland eine inflationäre Geldpolitik verfolgt wird. Die Kreditzuwachsbeschränkungen und die Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder konnten zwar das Inflationsproblem kurzfristig etwas mildern, langfristig waren jedoch auch diese Instrumente wirkungslos. Vor die Entscheidung gestellt, dem weltweiten Inflations-trend zu folgen oder den Wechselkurs frei flottieren zu lassen, entschied sich die Schweizerische Nationalbank für das zweite.

⁹ Vgl. dazu: F. Leutwiler: Erfahrungen mit dem Kreditbeschluß, in: Mitteilungsblatt des Delegierten für Arbeitsbeschaffung und wirtschaftliche Kriegsvorsorge, 1964.

IV. Übergang zu flexiblen Wechselkursen

Anfangs der siebziger Jahre zeigte es sich deutlich, daß die Kreditzuwachsbegrenzung zur Preisstabilisierung nicht ausreichte. Der Anstieg der Konsumentenpreise um 6,7 % im Jahre 1972 war ein Alarmzeichen für zusätzliche Anstrengungen zur Inflationsbekämpfung. Indem die Banken einen Teil (40 - 60 %) des genehmigungspflichtigen, auf Franken lautenden Kapitalexportes bei der Nationalbank in Dollars umwandeln mußten, wurde die monetäre Basis zu reduzieren versucht. Außerdem wurden auf dem Zuwachs inländischer Gelder Mindestguthaben eingefordert. Um die Wirkungen der Abschöpfungen zu vergrößern, wurden flankierende Maßnahmen zum Verzinsungsverbot ergriffen. Im Mittelpunkt stand eine einem Verbot nahekommende Erschwerung der Anlage ausländischer Gelder in schweizerischen Wertpapieren sowie ein Verbot des Verkaufs von Grundstücken an Ausländer. Im weiteren wurde vom Bundesrat auf Antrag der Nationalbank eine Verordnung in Kraft gesetzt, die auf dem Zuwachs ausländischer Frankenguthaben bei schweizerischen Banken eine Kommissionsbelastung von 2 % pro Quartal verfügte. Um zu verhindern, daß Banken im Ausland Dollars aufnahmen und diese bei der Nationalbank in Schweizerfranken umwandelten, wurden die Banken in einer Verordnung verpflichtet, ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten täglich durch Fremdwährungsforderungen auszugleichen. Dieser Korb von Maßnahmen hatte vorerst einigen Erfolg; sowohl die Zuwachsraten der monetären Basis als auch diejenigen der Geldmenge bildeten sich im Laufe des Jahres 1972 stark zurück. Doch bereits Anfang 1973 verschlechterte sich die internationale Währungslage, und die Interventionen am Devisenmarkt wurden eingestellt. Auf eine Beteiligung an der „Währungsschlange“ wurde verzichtet, da man auch bei einer innereuropäischen Kursfixierung wiederum mit umfangreichen Kapitalzuflüssen hätte rechnen müssen.

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen waren die Voraussetzungen für die Durchführung einer antiinflationären Geldpolitik gegeben. Um den starken Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken zu lindern, wurden allerdings die Abwehrmaßnahmen gegen Auslandgeldzuflüsse beibehalten. Zudem wurde, weil die den Banken zur Verfügung stehende Liquidität nicht genügend schnell abgeschöpft werden konnte, eine Begrenzung des Kreditzuwachses erlassen. Bei einem Überschreiten des zulässigen Kreditzuwachses mußten die Banken einen Teil des Überschreitungsbetrages bei der Nationalbank sterilisieren. Auf die-

se Art konnte die bereinigte monetäre Basis von 25,5 Mrd. Franken anfangs 1972 bis November 1973 sukzessive auf 21 Mrd. Franken abgebaut werden. Dank dieser Reduktion konnte das Geldmengenwachstum unter Kontrolle gebracht werden. Betrug die Zuwachsrate der Geldmenge M_1 im Mai 1972 noch 22,6 %, so sank sie im Februar 1973 auf 3,5 %. In der Folge lagen die Geldmengenwachstumsraten während mehr als zwei Jahren unter diesem Wert.

V. Die Geldmengenpolitik

Mitte 1974 war der Liquiditätsüberhang abgetragen, und die Nationalbank begann, die bereinigte monetäre Basis wieder auszuweiten. Dabei bot sich erstmals in der Geschichte der Schweizerischen Nationalbank die Möglichkeit, die monetäre Basis gezielt auszuweiten. Um Vorstellungen über das Ausmaß der Erhöhung zu erhalten, wurde im Herbst 1974 mit der Ausarbeitung eines geldpolitischen Konzeptes begonnen.

1. Die Wahl eines geldpolitischen Zieles

Vorschläge für die Gestaltung der Geldpolitik gab es mindestens so viele wie Experten auf diesem Gebiet. Zweifellos am meisten Beachtung hat jedoch derjenige von *Milton Friedman* gefunden, der eine konstante Wachstumsrate der Geldmenge von 2 % empfiehlt.

Zur Frage, welche Geldmenge mit dieser Wachstumsrate ansteigen soll, meint *Friedman*: "I believe that a monetary total is the best currently available guide or criterion for monetary policy — and I believe that it matters much less which particular total is chosen than one to be chosen¹⁰." Da die verschiedenen Geldmengenaggregate insbesondere bei konjunkturellen Änderungen unterschiedlich verlaufen, kann es kurzfristig von einiger Bedeutung sein, für welches Geldmengenaggregat das Wachstumsziel formuliert wird. Obwohl in der Schweiz die Geldmenge M_3 die höchste Korrelation mit dem Bruttosozialprodukt aufweist, hat sich die Schweizerische Nationalbank für die Geldmenge im engeren Sinne (M_1) entschieden¹¹. Die Wahl wurde erleichtert durch die Tatsache, daß für die Geldmenge M_1 eine relativ stabile Nachfragefunktion gefunden werden konnte¹².

¹⁰ M. Friedman: "The Role of Monetary Policy", in: The American Economic Review, Vol. 58, 1968, S. 15.

¹¹ P. Buomberger und B. Müller: Geldmengenaggregate und Bruttosozialprodukt — Empirische Untersuchungen für die Schweiz, erschienen als Beilage zum Monatsbericht der Schweizerischen Nationalbank, 1/1978.

Von einer Befolgung der Friedman-Regel einer konstanten Wachstumsrate wurde jedoch Abstand genommen. Das Konzept von *Friedman* ist aufgrund von langfristigen Studien in den Vereinigten Staaten entwickelt worden. Die wirtschaftliche Situation der Schweiz unterscheidet sich jedoch in entscheidenden Punkten von derjenigen der Vereinigten Staaten. So kommt in der Schweiz dem Außenhandel eine ganz andere Bedeutung zu, beträgt doch dessen Anteil am Bruttosozialprodukt rund ein Drittel. Es ist daher nicht weiter erstaunlich, daß dem Wechselkurs innerhalb der Geldpolitik ein ganz anderer Stellenwert zukommt als in einer relativ auslandsunabhängigen Volkswirtschaft.

Es drängt sich die Frage auf, ob es unter diesen Umständen nicht zweckmäßiger wäre, die Geldpolitik direkt auf den Wechselkurs statt auf die Geldmenge auszurichten. Eine Forderung, die in der Schweiz recht oft gestellt wurde¹³. Abgesehen von der Schwierigkeit, den „richtigen“ Wechselkurs zu berechnen, spricht die in den sechziger und siebziger Jahren gemachte Erfahrung gegen ein längerfristiges Festhalten an einem bestimmten Wechselkurs. Auf den ersten Blick scheint das Festhalten an einem bestimmten Kursniveau recht plausibel zu sein; zieht man jedoch die längerfristigen Auswirkungen in Betracht, so erkennt man die Schwächen einer solchen Politik. Versucht beispielsweise das Ausland, durch eine sehr expansive Geldpolitik die Wirtschaft zu beleben, so wird dies bei unveränderter schweizerischer Geldpolitik zu einer Aufwertung führen, die kurzfristig über das von der Kaufkraftparitätentheorie gerechtfertigte Ausmaß hinausgeht. Der Grund dafür liegt in der im Vergleich zu den Güterpreisen schnelleren Anpassung der Wechselkurse an die Änderung in der Geldmengenpolitik¹⁴. Wird diese Aufwertung durch umfangreiche Interventionen zu vermeiden versucht, so wird dies zu einer starken Ausweitung der Geldmenge führen. Beim gewünschten Wechselkurs wird sich der ausländische Wirtschaftsaufschwung vollständig auf die Schweiz übertragen, da der Exportwirtschaft wegen der Wechselkursstabilisierung kein Preisnachteil erwächst. Da die Geldversorgung als Folge der Wechselkursstabilisierung zu großzügig ist, wird der Wirtschaftsaufschwung in eine Inflation münden. Bei einer auf eine Stabilisierung der Wechselkurse ausgerichteten Politik besteht also die Gefahr, daß sich die Inflation aus dem

¹² C. Vital: Geldnachfragegleichungen für die Schweiz 1959 - 1976, Diss. Zürich 1978.

¹³ Vgl. z. B. R. Erbe: „Helvetia — schrumpf Dich krank“, Basel 1976.

¹⁴ Vgl. dazu: K. Schiltknecht: Lassen sich die bisherigen Wechselkursentwicklungen rational erklären? St. Gallen 1977, vervielfältigt.

Ausland auf die einheimische Wirtschaft überträgt. Wird bei der Geldpolitik jedoch vollständig von der Wechselkursentwicklung abgesehen, so besteht andererseits die Gefahr, daß bei einem langfristigen Abweichen des Wechselkurses vom Kaufkraftparitätentrend die daraus resultierenden Preisnachteile der schweizerischen Wirtschaft zu Störungen im Wirtschaftswachstum führen.

Diesem Umstand trägt die Schweizerische Nationalbank durch eine flexibel gehandhabte Geldmengenpolitik Rechnung. Die Flexibilität ist dabei um so größer, je kürzer die betrachtete Periode ist. Die Flexibilität rechtfertigt sich auch dadurch, daß die Ursachen der Wechselkursfluktuationen weder theoretisch noch empirisch vollständig geklärt sind¹⁵. Langfristig sollte die Geldmengenwachstumsrate sich ungefähr in der Größenordnung der Wachstumsrate der realen Gesamtnachfrage bewegen. Mittelfristig scheint aufgrund historischer Erfahrungen eine Bandbreite von 2 bis 7 % für das Geldmengenwachstum angebracht. Diese Bandbreite ist notwendig, um außenwirtschaftliche Störungen wie Erdölpreiserhöhungen oder zu expansive Geldpolitik der wichtigsten Handelspartner zu absorbieren oder die den flexiblen Wechselkursen offenbar immanente Tendenz zum Übersteuern zu dämpfen. Für jedes Kalenderjahr wird nun ein Geldmengenziel festgelegt, das innerhalb dieser Bandbreite liegt. Bei der Festsetzung wird die laufende und erwartete Wirtschaftsentwicklung im In- und Ausland berücksichtigt. Ebenso werden die geldpolitischen Zielsetzungen unserer wichtigsten Handelspartner in die Überlegungen miteinbezogen. Letztlich entspringt die Wahl des Geldmengenziels einem Kompromiß von theoretischen Vorstellungen, von politischen Überlegungen und von historischen Erfahrungen. Einfache ökonometrische Untersuchungen werden jeweils zur Abklärung der Plausibilität des geplanten Geldmengenziels herangezogen. Sollten im Laufe eines Jahres unerwartete Ereignisse auftreten, die zu einer Störung der gewünschten Wirtschaftsentwicklung führen könnten, hat die Nationalbank sich die Freiheit vorbehalten, jederzeit das Ziel auch innerhalb eines Jahres zu revidieren. Bisher war dies noch nie der Fall.

Die Geldmengenziele werden öffentlich bekanntgegeben. Diese Information soll einerseits dem Bankensystem eine Orientierungshilfe über den künftigen Kurs der Geldpolitik geben. Andererseits soll damit die Bildung neuer Inflationserwartungen vermieden werden. Diesem As-

¹⁵ Vgl. z. B.: S. Schadler: Sources of Exchange Rate Variability: Theory and Empirical Evidence. IMF Staff Papers, Juli 1977.

pekt kommt angesichts der zentralen Stellung der Inflationserwartungen bei Wirkung der Geldpolitik eine große Bedeutung zu. Voraussetzung, daß ein stabilisierender Effekt auf die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte ausgeht, ist aber Einhaltung der bekanntgegebenen Geldmengenziele während mehrerer Jahre. Andernfalls wird sich dieses Instrument rasch selbst entwerten.

2. Die Steuerung der Geldmenge

Ein Geldmengenziel ist aber nur dann sinnvoll, wenn die Geldmenge gesteuert werden kann. Beim Übergang zur Geldmengenpolitik mußte deshalb ein praktikables Steuerungsmodell entwickelt werden. Grundsätzlich stehen den monetären Behörden zwei Alternativen offen¹⁶: die Steuerung über den Zinssatz oder die Steuerung über ein Reserveaggregat (z. B. monetäre Basis). Gegen die Wahl des Zinssatzes sprach, daß in der Schweiz ein gut ausgebauter Geldmarkt, wie man ihn im Ausland kennt, fehlt. Außerdem bietet die quantitative Feststellung des für ein bestimmtes Geldmengenwachstum erforderlichen Zinssatzes bis heute Schwierigkeiten.

Eine Steuerung der Geldmenge über die monetäre Basis setzt eine stabile, prognostizierbare Beziehung zwischen diesen beiden Größen voraus. Diese Bedingung wurde beim Übergang zur Geldmengenpolitik aufgrund theoretischer Literatur und empirischer Studien im Ausland als gegeben betrachtet. Erst im Laufe der Zeit wurde die Beziehung der beiden Größen auch für die Schweiz systematisch untersucht. Anfänglich bestimmte man die für das angestrebte Geldmengenwachstum erforderliche monetäre Basis über eine Prognose des Geldmultiplikators. Während die längerfristige Prognose im wesentlichen auf einen Vergleich der Entwicklung des Geldmultiplikators und seiner Komponenten mit der Entwicklung in früheren, ähnlichen Konjunkturphasen basierte, wurde für die kurzfristige Prognose die Tatsache ausgenützt, daß die kurzfristigen, nicht saisonalen Veränderungen des Geldmultiplikators negativ mit der Veränderung der bereinigten monetären Basis korreliert sind¹⁷. Mit der Zeit wurde jedoch ein Prognosemodell entwickelt, das den schweizerischen Gegebenheiten, im speziellen den starken

¹⁶ Vgl. z. B. W. Poole: Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84/1970.

¹⁷ Vgl. K. Schiltknecht: Die Geldpolitik in der Schweiz unter dem System flexibler Wechselkurse, in: *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, S. 8.

Fluktuationen der monetären Basis, Rechnung trägt¹⁸. Ausgangspunkt des Modelles bildet die Hypothese, daß das Geldangebot der Banken nur durch jene Veränderungen der monetären Basis beeinflusst wird, welche die Banken als definitiv erachten (= permanente Veränderungen). Die übrigen Veränderungen der monetären Basis (transitorische Veränderungen) üben dagegen keinen Einfluß auf das Geldangebot aus.

Bei der empirischen Untersuchung dieser Hypothese ging es im wesentlichen darum, statistisch zu bestimmen, welche monetäre Basis als die „permanente“ betrachtet wird¹⁹.

Aufgrund der geschätzten Koeffizienten muß angenommen werden, daß die Banken ihre Vorstellungen über die permanente monetäre Basis nur langsam der effektiven Entwicklung anpassen. Dies bedeutet, daß eine kurzfristige Korrektur einer Abweichung des Geldmengenwachstums vom angestrebten Ziel nur durch eine drastische Änderung der bereinigten monetären Basis erreicht werden könnte. Dabei läuft man aber Gefahr, kurzfristig Störungen des Geld- und Devisenmarktes und langfristig eine entgegengesetzte Zielabweichung beim Geldmengenwachstum auszulösen. Korrekturen der monetären Basis werden deshalb, wenn immer möglich, in kleinen Schritten vorgenommen. Auf diese Art ist Gewähr geboten, daß längerfristig nicht vom angestrebten Geldmengenwachstum abgewichen wird.

Die langsame Reaktion der Geldmenge auf eine Änderung der monetären Basis erschwert zwar auf der einen Seite etwas die kurzfristige Einhaltung des Geldmengenziels. Auf der anderen Seite erleichtert sie die Bestrebungen, die erratischen Fluktuationen des Wechselkurses durch Interventionen am Devisenmarkt zu glätten, weil die damit

¹⁸ Vgl. dazu H. J. Büttler et al.: Ein Multiplikatormodell zur Steuerung der Geldmenge, *im.* 1977.

¹⁹ Zu diesem Zweck wurde der folgende Modellansatz geschätzt:

$$\tilde{m}_t = \sum_{i=1}^p \alpha_i \dot{m}_{t-L_i} + \sum_{j=1}^q \beta_j \dot{B}_{t-L_j} + \sum_{k=1}^t \gamma_k (\tilde{m}_{t-L_k} - \dot{m}_{t-k}) + \delta$$

wobei: m = Zuwachsrate des Geldmultiplikators
 B = Zuwachsrate der bereinigten monetären Basis
 $\alpha_i, \beta_j, \gamma_k$ = Parameter
 δ = Zufallsgröße

Zur Prognose am besten geeignet erwies sich ein Modell ohne Moving Average Parameter und mit $L_1 = 1, 6, 12$ und $L_j = 0, 3, 6, 9, 12$. Dieses Ergebnis bestätigte die Hypothese, wonach eine Änderung der monetären Basis die Geldmenge kurzfristig kaum beeinflusst. Vgl. zur Herleitung, zum Schätzverfahren und den Ergebnissen: H. J. Büttler et al. *op. cit.* S. 8 ff.).

verbundenen Veränderungen der monetären Basis kurzfristig keinen großen Einfluß auf die Geldmenge ausüben.

3. Die Feinsteuerung

Mit Hilfe der Geldmultiplikatorprognose wird jene monetäre Basis abgeleitet, die zur Erreichung des Geldmengenziels notwendig ist. Diese monetäre Basis dient der Prognose der Reserven des Bankensystems bei der Nationalbank. Diese Prognose, die von Woche zu Woche erstellt wird, erfordert Vorhersagen über den Notenumlauf, die Notenbankkredite und die Guthaben des Bundes bei der Schweizerischen Nationalbank. Die in der kommenden Woche angestrebte monetäre Basis sowie deren Zusammensetzung bildet die Unterlage einer wöchentlichen Sitzung. An dieser Sitzung wird versucht, die kurzfristigen Bedürfnisse des Geld- und Devisenmarktes in Einklang mit den langfristigen geldpolitischen Zielsetzungen zu bringen. Theoretische Überlegungen und praktische Erfahrungen werden einander gegenübergestellt. Ihre Synthese finden sie in der effektiven Geldpolitik.

Die bisherigen Erfahrungen sprechen für dieses pragmatische Vorgehen. Zum einen hat es sich gezeigt, daß im Normalfall keine Modifikationen des berechneten monetären Basis-Zieles notwendig sind. Zum anderen hat es sich bewährt, die Geldpolitik nicht stur auf die durch das Modell vorgegebenen Werte der monetären Basis auszurichten. Insbesondere konnten durch eine flexible Politik negative Auswirkungen, die sonst von kurzfristigen Änderungen im Reserveverhalten der Banken auf den Geld-, Kapital- und Devisenmarkt ausgegangen wären, weitgehend aufgefangen werden. Am eindrucklichsten läßt sich dies am Beispiel der Ereignisse vom Frühjahr 1977 illustrieren. Damals wurde bekannt, daß eine schweizerische Großbank riesige Verluste erlitten hatte. Kurze Zeit danach begann das Bankensystem, in Erwartung von Kapitalrückzügen, seine Nachfrage nach Reserven stark zu erhöhen. Hätte die Nationalbank in diesem Moment an dem vom ökonometrischen Modell abgeleiteten monetären Basis-Ziel festgehalten, so hätte die erhöhte Nachfrage nach Reserven einen extrem starken Anstieg der Geld- und Kapitalmarktzinsen zur Folge gehabt. Indem in dieser Situation die monetäre Basis, weit stärker als ursprünglich geplant, ausgeweitet worden ist, ließen sich die monetären Störungen vermeiden. Als nach einigen Monaten die Banken zu ihrem üblichen Reserveverhalten zurückkehrten, konnte die zu starke Ausweitung der monetären Basis wieder abgebaut werden.

Die Veränderung der monetären Basis kann auf verschiedene Arten vorgenommen werden. Bisher ist eine Änderung vornehmlich über den Ankauf ausländischer Devisen erfolgt. Daran hat auch die Einführung flexibler Wechselkurse nichts geändert. Es wäre falsch, aus dieser Feststellung auf eine geringe Bedeutung der übrigen Möglichkeiten zu schließen. Im Gegenteil, diese eignen sich gut zur kurzfristigen Steuerung der monetären Basis. So werden zur vorübergehenden Schaffung oder Vernichtung von Notenbankgeld die sogenannten „Swaps“ verwendet. Von der Möglichkeit, monetäre Basis durch Offenmarktoperationen, d. h. durch den Ankauf von Schatzanweisungen und Schuldverschreibungen des Bundes, von Schuldverschreibungen der Kantone und Kantonalbanken sowie von Pfandbriefen der Pfandbriefanstalten zu schaffen, ist bisher nur in bescheidenem Umfang Gebrauch gemacht worden. Neben diesen Möglichkeiten bestehen noch einige andere Instrumente, wie die Schaffung von Notenbankgeld durch die Gewährung von Diskont- und Lombardkrediten sowie die kurzfristige Pensionierung von Sterilisierungsreskriptionen. Der Notenbankkredit hat jedoch im allgemeinen nur an den Monatsenden eine Bedeutung. Während der Umfang der Erhöhung der Notenbankgeldmenge durch das Geldmengenziel bestimmt wird, hängt die Entscheidung, welche der zahlreichen Instrumente zur Variierung herangezogen werden, von den jeweiligen Verhältnissen auf dem Geld-, Kapital- und Devisenmarkt ab. A priori ist es schwierig zu sagen, ob von den Alternativen zur Steuerung der monetären Basis unterschiedliche Effekte auf die Zinssätze und die Wechselkurse ausgehen. Es ist zu vermuten, daß zumindest kurzfristig der Effekt einer Basisänderung auf den Wechselkurs verschieden ausfällt, je nachdem, ob die Änderung im Devisenmarkt oder auf dem einheimischen Geldmarkt vorgenommen wird. Wie groß aber die unterschiedlichen Effekte sind, dürfte weitgehend davon abhängen, wie die Substitutionsbeziehungen zwischen in- und ausländischen Finanzaktiva sind.

Als Grundprinzip gilt, das Notenbankinstrumentarium so marktkonform als möglich einzusetzen. Interveniert wird in jenem Markt, in dem man glaubt, die größte Wirkung zu erzielen.

VI. Die bisherigen Erfahrungen mit der Geldmengenpolitik

Die Erfahrungen mit der Geldmengenpolitik sind noch zu jung für eine abschließende Beurteilung. Die folgenden Ausführungen enthalten daher zum Teil subjektive Wertungen. Zuerst wird kurz der Frage

nachgegangen, ob die Geldmenge in den bisherigen drei Jahren zielkonform ausgeweitet werden konnte. Anschließend wird überprüft, inwieweit es gelungen ist, die wirtschaftspolitischen Zielsetzungen der Geldpolitik zu erreichen.

Tabelle 3 enthält eine Übersicht über die Geldmengenziele der letzten Jahre im Vergleich zur effektiven Geldmengenentwicklung. Während die Geldmenge im Jahre 1975 etwas weniger ($-1,6\%$) gewachsen ist als geplant, ist sie im folgenden Jahr um $1,7\%$ zu stark angestiegen. Das Wachstum im Jahre 1977 weicht nicht mehr stark vom gesetzten Ziel ab. Berechnet man den Durchschnitt für die Zeit seit Einführung eines Geldmengenziels, so ergibt sich ein effektives Wachstum der Geldmenge von $5,9\%$. Der entsprechende Durchschnitt der Zielvorstellung ergibt $5,7\%$.

Tabelle 3
Geldmengenziele und effektive Geldmengenentwicklung

Jahr	(1) Ziel in %	(2) effektiv in %	(3) = (1) - (2) Abweichung
1975	6	4,4	- 1,6
1976	6	7,7	+ 1,7
1977	5	5,5*	+ 0,5
ϕ	5,7	5,9	+ 0,2

* Prognose aufgrund der ersten elf Monate.
 ϕ = Durchschnitt.

Eine Steuerung der Geldmenge innerhalb recht enger Grenzen hat sich somit vorläufig als möglich erwiesen, und die technischen Voraussetzungen für eine Fortsetzung dieser Geldmengenpolitik sind gegeben.

Für eine Fortsetzung sprechen aber auch die bisherigen wirtschaftlichen Erfahrungen. Das Hauptziel der Geldmengenpolitik war bei deren Einführung eine Rückkehr zu stabilen Preisen. Nachdem die Inflationsrate zu Beginn des Jahres 1974 zeitweise noch über 10% betrug, konnte sie bis Mai 1976 auf unter 2% gesenkt werden, und für das Jahr 1976 ergab sich eine Teuerung von durchschnittlich $1,7\%$. Praktisch Preisstabilität herrschte im Jahre 1977, betrug doch der durchschnittliche Preisanstieg nur noch $1,3\%$. Der Abbau der Inflation war von der schwersten Rezession der Nachkriegszeit begleitet. Mit $7,7\%$ erreichte

im Jahre 1975 der Rückgang des realen Bruttosozialproduktes einen kaum für möglich gehaltenen Wert. Der Volkseinkommensstatistik kann entnommen werden, daß mit Ausnahme der realen Ausgaben des Staates (+ 0,6 %) und der Sozialversicherungen (+ 1,9 %) sämtliche übrigen Komponenten einen Rückgang verzeichneten.

Die Rezession von 1975 wäre zweifellos geringer ausgefallen, hätte nicht die Flucht in Sachwerte während der vorangegangenen Inflationsperiode zu einer Verzerrung der Produktionsstruktur geführt, die dem mittelfristigen Güterbedarf nicht entsprach. Nicht nur die Bauunternehmer hatten ihre Kapazitäten am Bedarf vorbei ausgebaut, auch die dem Baugewerbe nahestehenden Unternehmungen hatten ihre Kapazitäten auf die durch die Inflation aufgeblähte Nachfrage ausgerichtet. Auch der durch den Zustrom ausländischer Arbeitskräfte ausgelöste Anstieg der Konsumausgaben weckte falsche Hoffnungen in der Konsumgüterindustrie über die langfristige Entwicklung der Konsumausgaben und dürfte einige Unternehmungen zu Fehlentscheidungen bei der Investitionstätigkeit verleitet haben.

Diese inflationsbedingte Fehlallokation der Produktionsfaktoren hat zusammen mit den durch den Fremdarbeiterzuzug entstandenen Strukturverzerrungen entscheidend dazu beigetragen, daß die Rezession in der Schweiz im Anschluß an die restriktive Geldpolitik und die weltweite Rezession im internationalen Vergleich so stark ausfiel und weshalb es länger als üblich dauerte, bis sich der Konjunkturaufschwung durchsetzte.

Es wäre ungerecht, wenn der in kurzer Zeit erreichte Erfolg an der Preisfront und bei der Bereinigung der inflationsbereinigten Fehlallokation der Produktionsfaktoren allein der Geldmengenpolitik zugeschrieben würde. Vielmehr spielten beim recht massiven Rückgang der Inflation die rezessiven Tendenzen in dieser Zeitperiode und das kooperative Verhalten der Sozialpartner eine nicht zu unterschätzende Rolle. Zudem ließ die Rückwanderung ausländischer Arbeitskräfte die Lage auf dem Arbeitsmarkt in einem zu günstigen Licht erscheinen. Auch wenn sich letztlich der Anteil der Geldmengenpolitik an der relativ günstigen wirtschaftlichen Entwicklung der Schweiz nach 1976 nicht genau quantifizieren läßt, so sprechen doch die bisherigen Erfahrungen für eine Fortsetzung der Geldmengenpolitik.

Zusammenfassung

Von der Kreditpolitik zur Geldmengenpolitik Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank in den letzten zehn Jahren

Gemäß Bundesverfassung ist die Hauptaufgabe der Schweizerischen Nationalbank, „den Geldumlauf des Landes zu regeln, den Zahlungsverkehr zu erleichtern und eine den Gesamtinteressen des Landes dienende Kredit- und Währungspolitik zu führen“. Als Gesamtinteresse des Landes hat sich Preisstabilität, Vollbeschäftigung und ein möglichst gleichmäßiges Wirtschaftswachstum herauskristallisiert. Unter dem System fester Wechselkurse wurden zur Realisierung dieser Ziele vor allem Maßnahmen gegen den Zufluß ausländischer Gelder und zur Begrenzung des inländischen Kreditwachstums erlassen. Anfänglich wurden diese Maßnahmen wegen eines ungenügenden Instrumentariums in Form sogenannter „Gentlemen's Agreements“ gekleidet. Später wurden sie von dringlichen Bundesbeschlüssen abgelöst. Die Maßnahmen genügten mit der Zeit nicht mehr. Vor die Entscheidung gestellt, dem weltweiten Inflationstrend zu folgen oder den Wechselkurs frei flottieren zu lassen, entschied sich die Schweizerische Nationalbank für das zweite.

Zu Beginn des Jahres 1975 ist die Schweizerische Nationalbank als eine der ersten Notenbanken der Welt zu einer expliziten Geldmengenpolitik übergegangen. Langfristig wird die Geldmenge ungefähr in der Größenordnung der Wachstumsrate der realen Gesamtnachfrage ausgeweitet. Sofern es zur Absorption außenwirtschaftlicher Störungen notwendig ist, wird kurzfristig vom langfristigen Wachstumstrend abgewichen. Die Steuerung der Geldmenge erfolgt über Veränderungen der monetären Basis. In den ersten drei Jahren ist es der Geldmengenpolitik gelungen, die Geldmenge zielkonform auszuweiten, zu stabilen Preisen zurückzukehren und die negativen Folgen der vorangegangenen Inflation zu beseitigen. Diese Erfolge sprechen für eine Fortsetzung der Geldmengenpolitik.

Summary

From Credit Policy to Money-Supply Policy The monetary policy of the Swiss National Bank in the past ten years

Pursuant to the confederative constitution, the chief task of the Swiss National Bank is "to control the circulation of money in the country, to facilitate payments, and to pursue a credit and monetary policy serving the overall interests of the country". The overall interests of the country have crystallized out as price stability, full employment and the steadiest possible economic growth. Under the system of fixed exchange rates, above all measures to counter the influx of foreign money and to limit the growth of domestic credit were taken in order to attain these objectives. Initially, on account of the inadequate instruments available, these measures were clothed in a so-called "gentlemen's agreement". The latter were later replaced by urgent federal resolutions. As time went by, these measures proved no longer adequate. Faced with the decision of following the worldwide inflationary

trend or allowing free floating of exchange rates, the Swiss National Bank decided in favour of the second alternative.

In early 1975, the Swiss National Bank was one of the first central banks in the world to go over to an explicit money-supply policy. Over the long run, the quantity of money is expanded approximately in step with the growth rate of real aggregate demand. As far as necessary to absorb foreign trade disturbances, short-term deviations from the long-term growth trend are made. The quantity of money is controlled by changes in the monetary base. On average, in the first three years of money-supply policy the quantity of money has been successfully expanded in conformity with the objectives, stable prices have been reattained and the adverse consequences of the preceding inflation have been remedied. These successes argue in favour of continuing with money-supply policy.

Résumé

De la politique du crédit à la politique de la masse monétaire La politique monétaire de la Banque Nationale Suisse au cours des dix dernières années

Aux termes de la Constitution de la Confédération, la mission essentielle de la Banque Nationale Suisse consiste à "régler la circulation de la monnaie du pays, faciliter les opérations de paiement et mener une politique monétaire et du crédit servant les intérêts généraux du pays". L'intérêt du pays s'est cristallisé dans la stabilité des prix, le plein emploi et une croissance économique aussi équilibrée que possible. Dans le système des taux fixes de change, la réalisation de ces objectifs passa essentiellement par des mesures de lutte contre l'afflux de capitaux étrangers et de limitation de la croissance intérieure du crédit. Initialement, en raison de l'insuffisance des instruments, ces mesures prirent la forme de "Gentlemen's Agreements", S'y substituèrent ensuite de décisions fédérales impératives. Avec le temps, ces mesures n'offrirent plus l'efficacité requise. Placée devant la décision de suivre la tendance inflationniste mondiale ou de laisser flotter la monnaie, la Banque Nationale Suisse choisit la seconde solution.

Au début de 1975, la Banque Nationale Suisse fut l'une des premières banques d'émission du monde à s'engager dans une politique explicite de la masse monétaire. A long terme, cette masse croîtra plus ou moins de l'ordre de grandeur du taux d'expansion de la demande globale réelle. Dans la mesure où cela s'avère nécessaire à l'absorption de perturbations économiques externes, la tendance à long terme de l'expansion est brièvement abandonnée. La maîtrise du volume monétaire s'effectue par des modifications de la base monétaire. En moyenne des trois premières années de politique de la masse monétaire, l'on est parvenu à maintenir l'élargissement de ce volume conformément à l'objectif, à rétablir la stabilité des prix et à éliminer les effets négatifs de l'inflation antérieure. Cette réussite plaide pour une poursuite de la politique de la masse monétaire.