Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 47 (1967-1968)
Heft: 11

Artikel: Zinspolitik als Mittel der Wirtschaftspolitik
Autor: Lutz, Friedrich A.
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-162032

Nutzungsbedingungen
Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation
L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use
The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 08.01.2026

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

Zinspolitik als Mittel der Wirtschaftspolitik

FRIEDRICH A. LUTZ

Bereits um die Wende des 18. Jahrhunderts entwickelten englische Nationalökonomen, vor allem Henry Thornton, ein nationalökonomisch interessierter Bankier, und David Ricardo, der scharfsinnigste unter den sogenannten englischen Klassikern, eine Theorie über die Wirkung des Zinses auf das allgemeine Preisniveau, die auch heute noch in ihren Grundzügen von den Nationalökonomen als richtig anerkannt wird, wenn sie auch seither stark ausgebaut und verfeinert worden ist.

Zinspolitik als Preisniveaupolitik

Soll in einer Situation, in der Vollbeschäftigung in der Wirtschaft herrscht, das Preisniveau stabil bleiben, dann muß nach dieser klassischen Theorie das Zinsniveau genau so hoch gehalten werden, daß die Nachfrage nach Kapital seitens der Unternehmungen und des Staates gerade mit den Ersparnissen ins Gleichgewicht gebracht wird. Dieses Zinsniveau hatte schon Ricardo das «natürliche» genannt. Wird das Zinsniveau vom Banksystem niedriger gehalten, dann erhöht sich die Investitionsneigung der Unternehmer, und damit wächst die Nachfrage nach Kapital über die Ersparnisse hinaus. Die Differenz wird durch zusätzlichen Kredit bestritten, den die Banken voraussetzungsgemäß gewähren können, da das Zinsniveau nur, wenn die Banken außergewöhnlich liquide sind, unter dem «natürlichen» liegen kann. Zu Ricardos Zeiten bedeutete dies, daß die Banken den neu hinzukommenden kreditsuchenden Unternehmern neugedruckte Banknoten — Geschäftsbanken konnten damals noch Banknoten ausgeben — in die Hand drückten. Unter modernen Verhältnissen schreiben die Banken den Unternehmern als Gegenposten zum Kredit Sichtdepositen auf der Passivseite ihrer Bilanz gut[1]. Da die Besitzer ihre Sichtdepositen durch Scheck oder Anweisung an andere übertragen können, sind diese genau so gut Geld wie Banknoten[2]. Der Geldumlauf ist somit gestiegen. Mehr Geld jagt nach einer gleichgebliebenen Menge von Gütern, oder, in der Fachsprache ausgedrückt, die effektive Nachfrage — d.h. die Geldausgaben der Wirtschaftssubjekte für Konsum- und Kapitalgüter — steigt stärker als die Produktion dieser Güter,

d.h. stärker als das reale Bruttosozialprodukt. Als Resultat steigt das Preisniveau. Und der allgemeine Inflationsprozeß kommt erst dann zu Ende, wenn das Zinsniveau wieder auf das «natürliche» angehoben wird. Politik des billigen Geldes, deren Wesen darin besteht, daß das Zinsniveau künstlich niedrig gehalten wird, ist deshalb inflationistisch, was in der unmittelbaren Nachkriegszeit in den Vereinigten Staaten und in England, gelegentlich aber auch in der Schweiz, ausgezeichnet beobachtet werden konnte. Es braucht nicht näher dargelegt zu werden, daß umgekehrt ein Zinsniveau, das über dem «natürlichen» liegt, deflationistische Wirkungen hat.

Aufgabe der Zinspolitik muß es also sein, das «natürliche» Zinsniveau zu realisieren, damit Stabilität des Preisniveaus garantiert ist. Nach dieser Theorie, zu deren Vertreter die glänzendsten Namen der Wirtschaftswissenschaft gehören, ist die Zinspolitik also zunächst eine Politik zur Regulierung des Preisniveaus.

Zinspolitik als Konjunkturpolitik

Von den Konjunkturtheoretikern wurde der Zinspolitik in den zwanziger Jahren dieses Jahrhunderts die weitere Aufgabe aufgebürdet, zur Glättung der Konjunkturschwankungen beizutragen. Danach soll, sobald die Hochkonjunktur umschlägt und sich eine gewisse Arbeitslosigkeit einstellt, die Notenbank auf ein niedriges Zinsniveau hinwirken, um dadurch die Investitionen anzuregen. Hier soll also zusätzlicher Bankkredit geradezu provoziert werden, um eine Ausdehnung der Geldmenge und damit der effektiven Nachfrage in der Volkswirtschaft zu bewirken und so die Rezession zu überwinden. Inflationsgefahr besteht in einer solchen Situation vorerst noch nicht, da ungenützte Kapazitäten und Arbeitslose vorhanden sind, die sofort eingesetzt werden können, so daß der erhöhten Nachfrage rasch ein erhöhtes Warenangebot gegenübertritt, was das Preisniveau am Steigen verhindert. Erst wenn Kapazitätsgrenze und Vollbeschäftigung annähernd erreicht sind, wird das Inflationsproblem akut. Von da ab gilt, was für die Zinspolitik im vorhergehenden Abschnitt gesagt wurde. Das Zinsniveau muß auf das «natürliche» gehoben werden, um die Inflation zu vermeiden. Sobald sich dann wieder Rezessionstendenzen durchsetzen, sollte das Zinsniveau erneut unter das «natürliche» gesenkt werden.

Zinspolitik als Zahlungsbilanzpolitik

In den beiden vorhergehenden Abschnitten wurde stillschweigend angenommen, daß wir es mit einem Land zu tun haben, das keine Außenbeziehungen

hat, sich also um seine Zahlungsbilanz nicht zu kümmern braucht. Heben wir diese Voraussetzung auf, dann kompliziert sich die Handhabung der Zinspolitik erheblich. Es kann dann nämlich ein Konflikt entstehen zwischen der Zinspolitik, die im Hinblick auf die interne Situation wünschbar wäre, und der Zinspolitik, die im Hinblick auf das außenwirtschaftliche Gleichgewicht, d.h. den Ausgleich der Zahlungsbilanz, erforderlich ist. Und in diesem Konflikt wird, falls am Wechselkurs festgehalten wird, die Rücksicht auf die Zahlungsbilanz den Sieg davontragen.

Als gutes Beispiel kann England dienen. Geraume Zeit vor der Abwertung des Pfundes im November 1967 bestand in England Arbeitslosigkeit. Die Konjunktur war recht lau. Die interne Situation hätte es also nahegelegt, das Zinsniveau niedrig zu halten, um die Investitionen anzuregen. Jedoch erlaubte die Zahlungsbilanzsituation eine solche Politik nicht. Ein Aufschwung der englischen Wirtschaft hätte die Importe erhöht und höchstwahrscheinlich die Exporte gesenkt. Die Zahlungsbilanz hätte sich noch mehr verschlechtert. Und die Kapitalausfuhr, die eingetreten wäre, wenn zum Zwecke der Konjunkturbelebung das Zinsniveau unter das des Auslandes gesenkt worden wäre, hätte das Defizit in der Zahlungsbilanz noch weiter vergrößert. Die Gold- und Devisenreserven Englands waren zu knapp, als daß die Währungsbehörden einer solchen weiteren Verschlechterung der Zahlungsbilanz mit Gleichmut hätten zusehen können. Unter diesen Bedingungen mußte sich die Zinspolitik nach der Zahlungsbilanz richten. Das Ziel der internen Konjunkturbelebung mußte geopfert werden.

Ein sehr bekannt gewordenes Beispiel für den Einfluß der Zahlungsbilanz auf die Zinspolitik, jedoch in genau umgekehrter Richtung, bot Westdeutschland im Jahre 1960. Um die Inflation zu bekämpfen, hatte die Bundesbank bis in die zweite Hälfte dieses Jahres eine sehr restriktive Kreditpolitik durchgeführt. Sie hatte den Diskontsatz auf 5% heraufgesetzt und andere Maßnahmen zur Bremsung der Inflation ergriffen. Jedoch hatte die Inflation, die im Auslande vor sich ging, zusammen mit dieser restriktiven Kreditpolitik in Deutschland, wie zu erwarten war, zu einer weiteren Steigerung des deutschen Zahlungsbilanzüberschusses geführt, sowohl weil der Überschuß der Ertragsbilanz stieg, als auch weil, wegen der hohen Zinssätze, ausländisches Kapital in großem Umfang nach Deutschland strömte. Der daraus resultierende, dauernd steigende Zustrom von Devisen, die von den Geschäftsbanken an die Bundesbank abgeliefert wurden, erhöhte die Notenbankguthaben der Geschäftsbanken im Sommerhalbjahr 1960 um nicht weniger als 6,7 Milliarden DM. Diese ungewöhnliche Liquiditätsanreicherung, die, weil die zunehmende Erweiterung der Zinsspanne zwischen Ausland und Inland weitere Kapitalzuflüsse erwarten ließ, sich noch zu beschleunigen drohte, zwang schließlich die Bundesbank, obwohl die überhitzte innere Konjunktur die gegenteilige Aktion erfordert hätte, das Steuer herumzu-

werfen und den Diskontsatz wieder zu ermäßigen. Die Zinspolitik mußte sich auch hier nach der Zahlungsbilanz richten; den Erfordernissen der internen Situation konnte nicht Rechnung getragen werden.

Das Instrumentarium der Zinspolitik

Von Zinspolitik zu sprechen hat nur Sinn, wenn der Zins manipulierbar ist. Unsere nächste Frage lautet demnach, auf welche Weise das Zinsniveau beeinflußt werden kann und wird. Wir setzen bei dieser Untersuchung eine Notenbank voraus, die zum mindesten drei Machtbefugnisse hat: Sie kann (1) die sogenannten Reservesätze der Banken, d.h. das Verhältnis, in dem die Kasse (hier gleich Notenbankguthaben) der Geschäftsbanken zu den verschiedenen Arten von Depositen steht, festsetzen und innerhalb gewisser Grenzen variieren; sie kann (2) Wertpapiere im Markt kaufen und verkaufen, also Offen-Markt-Politik treiben; und sie kann (3) den Satz ändern, zu dem sie Wechsel diskontiert. Die Schweizerische Nationalbank verfügt noch nicht über das erste und nur in unzureichendem Maße über das zweite Instrument. Jedoch soll diesem Mangel durch die geplante Vervollständigung ihres Instrumentariums, wie sie in einem vom Finanzdepartement vorgelegten Entwurf betreffend den Ausbau des Nationalbankinstrumentariums vorgesehen ist, abgeholfen werden. Dagegen bedienen sich andere Notenbanken, wie etwa die deutsche Bundesbank, sogar noch eines zusätzlichen Instruments in Gestalt variabler Wechselrediskont-Kontingente der Geschäftsbanken, die festlegen, in welchem Ausmaß diese bei der Notenbank Wechsel rediskontieren dürfen.

Gehen wir nunmehr von einer Situation aus, in der bei guter Konjunktur die Geschäftsbanken — etwa infolge von Kapitalzuströmen aus dem Ausland — «Überschußreserven» haben. Ihre Kasse (Notenbankguthaben) macht also einen höheren Prozentsatz ihrer Depositen aus als vorgeschrieben ist. In dieser Situation wünscht die Notenbank das Zinsniveau zu erhöhen, um eine drohende Inflation zu verhindern oder eine schon in Gang befindliche zu bremsen. Eine Erhöhung ihres Diskontsatzes nützt hier nichts, da die Banken wegen ihrer Überliquidität keine Wechsel zur Auffüllung ihrer Kasse bei der Notenbank zu rediskontieren brauchen. Der offizielle Diskontsatz steht nur auf dem Papier. Die Notenbank wird in dieser Situation zunächst einmal die Pflichtreservesätze erhöhen — falls sie nicht bereits an der oberen gesetzlich zugelassenen Grenze stehen. Dadurch werden Überschußreserven zu Pflichtreserven und können nicht länger zur Kreditexpansion seitens der Banken dienen. Die Notenbank kann ferner, wenn die Erhöhung der Pflichtreservesätze nicht genügt, Wertpapiere am Markt verkaufen, wodurch die Überliquidität der Geschäftsbanken abgeschöpft wird, weil ein solcher Ver-

kauf Notenbankguthaben der Geschäftsbanken zum Verschwinden bringt[3]. Die Verknappung der Liquidität der Banken bringt nunmehr die kurzfristigen Zinssätze zum Steigen, zunächst die Sätze für Gelddarlehen zwischen den Banken (tägliches Geld sowie Ein- und Dreimonatsgeld) und in Volkswirtschaften, wo, wie in Amerika und England, die Schatzwechsel des Staates einen wichtigen Bestandteil des Geldmarktes bilden, auch die Sätze für Schatzwechsel. Da die einzelnen Teile des Geld- und Kapitalmarktes nicht «wasserdicht» gegeneinander abgeschlossen sind, steigen auch andere Zinssätze wie der Kontokorrentkreditsatz und der langfristige Zinssatz; dieser letztere vor allem auch deshalb, weil die Geschäftsbanken selber Wertpapiere auf den Markt werfen, um eine wachsende Nachfrage nach Bankkredit zu befriedigen, die sie nicht mehr aus ihrer Überliquidität befriedigen können, ein Vorgang, für den es in Amerika und England zahlreiche frappante Beispiele gibt. Die Erhöhung der Zinssätze auf alle Arten von Forderungen veranlaßt die Notenbank auch ihrerseits, den offiziellen Diskontsatz zu erhöhen, da sie die Banken davon abhalten muß, sich Notenbankguthaben durch Rediskontierung von Wechseln bei der Notenbank ad libitum wieder neu zu beschaffen. Da Diskontsatzerhöhungen der Notenbank immer unpopulär sind, entschuldigt sich diese in einer solchen Situation in der Regel damit, daß sie mit ihrem Diskontsatz nur den Marktsätzen folgt, natürlich ohne hervorzuheben, daß sie selber die Marktsätze durch die Erhöhung der Pflichtreservesätze und durch ihre Wertpapierverkäufe zum Steigen gebracht hat.

So etwa ist der «klassische» Verlauf einer Anhebung des Zinsniveaus durch die Notenbank. Um ihn zu beobachten, muß man allerdings außer Landes gehen, da dieser Ablauf in der Schweiz, zum mindesten seit dem Zweiten Weltkrieg, zum Teil wegen der schwachen Machtstellung der Notenbank, nicht zu beobachten war. Es erübrigt sich, den entgegengesetzten Prozeß zu schildern, in dem sich die Herabsetzung des Zinsniveaus durchsetzt.

Grenzen der Macht der Notenbank über das Zinsniveau

Eine Untersuchung der Grenzen der Zinspolitik hat in zwei Richtungen zu erfolgen. Erstens ist zu fragen, ob die Notenbank immer die Macht hat, das Zinsniveau durchzusetzen, das sie für erwünscht hält. Zweitens ist zu prüfen, ob dieses von der Notenbank gewünschte Zinsniveau immer auch die gewünschten Wirkungen hat.

Die erste Frage kann rasch beantwortet werden, weil sie tatsächlich schon weitgehend beantwortet ist. Wir haben oben gesehen, daß das Zinsniveau, welches die Notenbank mit Rücksicht auf die internen Konjunktur- oder Inflationstendenzen für erwünscht hält, aus Rücksicht auf die Zahlungs-

bilanz nicht immer verwirklicht werden kann. Man mag natürlich der Sache eine positive Wendung geben — wie sie in der Überschrift «Zinspolitik als Zahlungsbilanzpolitik» anklingt —, indem man sich dahingehend ausdrückt, daß die Notenbank das von ihr schließlich durchgesetzte Zinsniveau aus Gründen der Zahlungsbilanzpolitik für erwünscht gehalten hat. Aber sie hat dieses Zinsniveau zweifellos notgedrungen und widerwillig gewünscht, so daß eine negative Ausdrucksweise, die besagt, daß die Notenbank nicht immer das gewünschte Zinsniveau durchsetzen kann, der Sachlage eher entsprechen dürfte.

Es bleibt zur Frage der Macht der Zentralbank über das Zinsniveau nur noch eine Bemerkung zu machen übrig, die nötig erscheint, um ein naheliegendes Mißverständnis zu beseitigen. Auch wenn keine Schwierigkeiten von der Zahlungsbilanz her entstehen, kann die Notenbank das Zinsniveau nicht dauernd unter oder über dem «natürlichen» halten. Hält sie es darunter, so ist dauernde Inflation die Folge, die sie schließlich dazu zwingt, das Zinsniveau wieder auf das «natürliche» zu heben. Hält sie es darüber, so ist Deflation die Folge, die sie zwingt, das Zinsniveau zu senken. Der Diskontsatz der Notenbank wird also auf die Dauer durch das Angebot von realer Kaufkraft aus Ersparnissen im Verhältnis zur Nachfrage nach realer Kaufkraft zu Investitionszwecken bestimmt; der Diskontsatz ist also keine «unabhängige Variable», die die Notenbank ungestraft lange unter oder über dem der realen Kapitalfülle entsprechenden Zinsniveau halten kann.

Grenzen der Wirksamkeit der Zinspolitik

Es ist hier nicht möglich, die Frage nach der Grenze der Wirksamkeit der Zinspolitik in allen ihren Aspekten zu behandeln. Wir müssen uns auf die wesentlichsten Momente beschränken.

Wir gehen von einer Rezession aus. Die Notenbank hat, so wollen wir uns vorstellen, durch Senkung der Pflichtreservesätze und durch Wertpapierkäufe am Markt die Geschäftsbanken mit Überschußreserven versorgt. Die Zinssätze sind auf ein Minimum gefallen, und die Banken sind bereit, Kreditexpansion zu treiben. Dazu aber gehören zwei, einer, der Kredit zu geben, und ein anderer, der Kredit zu nehmen bereit ist. Der erstere ist in Gestalt der Geschäftsbanken vorhanden. Aber der zweite, der kreditnehmende Unternehmer, mag in dieser Situation fehlen, dann nämlich, wenn er keine gewinnbringenden Investitionschancen vor sich sieht. Auch ein Zinssatz von Null wird die Unternehmer nicht zur Kreditaufnahme veranlassen, wenn sie Verluste auf ihre Investitionen erwarten. Das niedrige Zinsniveau bleibt dann unwirksam. Es mag sein — und kommt jedenfalls in Amerika häufig vor —, daß die Banken ihre Überschußliquidität dazu benutzen, um Wert-

papiere zu kaufen. Ein solcher Kauf schafft neue Depositen — neues Geld —, da die Verkäufer der Wertpapiere den Betrag auf ihrem Konto bei den Geschäftsbanken gutgeschrieben erhalten. Aber von dieser Geldvermehrung wird für gewöhnlich keine positive Wirkung auf die effektive Nachfrage nach Gütern ausgehen, da die Verkäufer der Wertpapiere nur die Form ihres Vermögens ändern, nämlich Kasse statt Wertpapiere halten wollen, aber keineswegs die Absicht haben, ihr Vermögen zu konsumieren. Die neu entstandenen Depositen werden also stilliegen. Ihre Umlaufsgeschwindigkeit ist Null. Sie erhöhen die effektive Nachfrage nicht, und es geht keine die Wirtschaft stimulierende Wirkung von ihnen aus. Kurz, die Zinspolitik ist in der Rezession meist unwirksam. Der niedrige Zins trägt unter den geschilderten Umständen erst zur Belebung der Wirtschaft bei, wenn andere Ursachen die Ertragschancen der Unternehmer verbessern. Es ist deshalb nicht verwunderlich, daß Nationalökonomen auf den Gedanken gekommen sind, in einer solchen Situation die Budgetpolitik einzusetzen. Der Staat soll im Wege der Defizitfinanzierung die effektive Nachfrage vergrößern. Er kann dies tun, indem er selber investiert und sich zu diesem Zweck beim Banksystem verschuldet; oder er kann Steuern herabsetzen und so die Konsumausgaben der Steuerzahler erhöhen. Wenn allerdings im letzteren Falle die Steuerreduktion zu einer Erhöhung des privaten Sparens statt zur Ausdehnung des Konsums führen würde, wäre die Politik der Steuersenkung ein Fehlschlag, da die gesparten Beträge angesichts der mangelnden Bereitschaft der Unternehmer, zu investieren, einfach brachliegen, d.h. gehortet würden.

Gehen wir nunmehr zum anderen Extrem über, zum Zustand der Vollbeschäftigung, verbunden mit starken Inflationstendenzen. Es ist von vornherein einleuchtend, daß es leichter ist, durch eine restriktive Zinspolitik die Konjunktur zu bremsen, als in einer Rezession durch eine Politik des billigen Geldes die Konjunktur zu beleben. Nur wäre hinzuzufügen, daß die Bremsung der Hochkonjunktur und der Inflationstendenzen in der Regel nicht dem hohen Zins allein zugeschrieben werden kann. Angesichts der optimistischen Ertragserwartungen, die die Unternehmer in einer inflationistischen Hochkonjunktur gewöhnlich hegen, würden viele sich auch von einem hohen Zins nicht abschrecken lassen, Kredite zu nehmen. Es ist die Knappheit an Liquidität, die in dieser Situation die Banken zwingt, Kreditgesuche abzulehnen, auch wenn die Nachsuchenden durchaus bereit wären, den hohen Zins zu zahlen. Die Banken sind, wie der englische Ausdruck lautet, «loaned up». Kreditexpansion zugunsten von Unternehmungen ist nicht mehr möglich, es sei denn — wie früher erwähnt — auf Kosten des Wertpapierportefeuilles, dessen Veräußerung aber auch seine Grenzen hat.

Was schließlich die Regulierung der Zahlungsbilanz anlangt, so lassen sich auch hier Situationen denken, in denen die Zinspolitik ihr Ziel, den

Ausgleich der Zahlungsbilanz, nicht zu erreichen vermag. Doch müssen wir hier darauf verzichten, dieses Problem einer eingehenden Prüfung zu unterziehen.

Ein weitverbreiteter Irrtum

Wir haben weiter oben dargelegt, daß im Zustand der Vollbeschäftigung eine Erhöhung des Zinsniveaus auf das der realen Kapitalknappheit entsprechende «natürliche» Niveau die Wirkung hat, die Inflation zu bremsen. Nun wird häufig, vor allem auch in der Schweiz, genau die gegenteilige Ansicht vertreten, nämlich, daß eine Erhöhung der Zinssätze eine allgemeine Preissteigerung herruft, also inflationistisch wirkt, weil Zinsen Kosten sind, eine Zinssteigerung deshalb wie jede andere Kostensteigerung Preiserhöhungen hervorruft. Diese Laientheorie ist so alt wie die Nationalökonomie selber und ist seit den Zeiten der englischen Klassiker immer wieder widerlegt worden, ohne daß es je gelungen wäre, ihr in den Augen der Öffentlichkeit den Garaus zu machen.

Der Fehler der Argumentation läßt sich leicht aufzeigen. Das allgemeine Preisniveau wird, wie wir wissen, bestimmt durch das Verhältnis der effektiven Nachfrage nach Gütern — d.h. der gesamten Geldausgaben für Investitions- und Konsumgüter in der Volkswirtschaft — zum realen Bruttosozialprodukt. Das Preisniveau steigt, wenn die effektive Nachfrage stärker wächst als das Bruttosozialprodukt. Da nun die Erhöhung der Zinssätze zusammen mit der Knappheit der Mittel der Banken die Gewährung zusätzlicher Kredite seitens der Banken unterbindet, wird die Entstehung zusätzlichen Geldes in Form von Sichtdepositen gebremst und damit auch die effektive Nachfrage, mit dem Resultat, daß die Inflation aufhört oder doch schwächer wird. Dabei tendiert allerdings die Struktur der Einzelpreise sich zu ändern, indem das Verhältnis der Preise von Gütern, die mit hohen Kapitalkosten produziert werden, zu den Preisen derjenigen Güter, die arbeitsintensiver erzeugt werden, sich zugunsten der ersteren zu verschieben tendiert. Aber der Anstieg des *durchschnittlichen* Preisniveaus wird gebremst. Es bleibt also dabei, daß die «klassische» Theorie richtig ist. Auch die Vertreter der Laientheorie glauben, wenn auch nur in einer Richtung, an die Richtigkeit der klassischen Theorie, indem erfahrungsgemäß keiner von ihnen die logische Schlußfolgerung aus der Laientheorie zu ziehen bereit ist, nämlich, daß man zur Inflationsbekämpfung das Zinsniveau *senken* müsse. Man muß sich immer wieder über die Lebenskraft dieser Laientheorie wundern. Auch die Beobachtung, daß in der ganzen Welt, seit Notenbanken überhaupt bestehen, Zinspolitik immer nach dem «klassischen» Rezept getrieben worden ist, scheint die Anhänger der Laientheorie nicht zu veranlassen, ihre An-

schauungen zu ändern. Sollten die Notenbankleiter und ihre Berater seit hundert Jahren wirklich immer das Falsche getan und aus ihrem Irrtum überhaupt nichts gelernt haben?

Neuerdings hat die Laientheorie in der Schweiz und für die Schweiz eine Verfeinerung erhalten, die ihr ein vernünftigeres Aussehen zu verleihen scheint. Danach läuft die Kausalkette wie folgt: Höherer Hypothekarzins, höhere Mieten, höherer Preis für Milch und andere landwirtschaftliche Produkte, steigender Lebenshaltungskostenindex, höhere Lohnforderungen, lohninduzierte Inflation. Jedoch stimmt auch dieser Gedankengang nicht, oder besser, er stimmt nur unter der Annahme, daß die Notenbank, falls die Lohnforderungen bewilligt werden, von ihrer restriktiven Politik abgeht, so daß sich die effektive Nachfrage stärker als das reale Bruttosozialprodukt ausdehnen kann, was eine Voraussetzung dafür ist, daß die Erhöhung des Preisniveaus sich durchzusetzen vermag. Es wird also in dieser verfeinerten Laientheorie gerade diejenige Voraussetzung aufgehoben, auf der die «klassische» Theorie der Inflationsbekämpfung beruht: die Voraussetzung der restriktiven Zinspolitik. Würde die Notenbank in der geschilderten Situation an ihrer Politik festhalten, so könnte sich die Preissteigerung nicht durchsetzen. Die Lohnforderungen mögen dann allerdings eine Tendenz zur Arbeitslosigkeit auslösen. Jedoch zeigt die Erfahrung in den Vereinigten Staaten wie auch in Deutschland, daß schon bei einer relativ leichten Entspannung auf dem Arbeitsmarkt die Lohnforderungen sich so mäßigen, daß eine lohninduzierte Inflation unwahrscheinlich wird.

Schlußfolgerungen

Unsere Untersuchung hat ergeben, daß die Zinspolitik ein notwendiges Instrument zur Beeinflussung des Preisniveaus, der Konjunktur und der Zahlungsbilanz ist. Sie hat aber auch gezigt, daß ihr Einfluß beschränkt ist, da es eine Reihe von Situationen gibt, in denen die Zinspolitik die gewünschte Wirkung nicht erzielen kann. Und sie hat ferner gezeigt, daß die Verfolgung der verschiedenen Ziele — Preisniveaustabilität, Konjunkturbeeinflussung, Zahlungsbilanzausgleich — in vielen Situationen eine jeweils verschiedene Zinspolitik erfordert, in welchem Fall die Notenbank mit ihrer Zinspolitik nur *eines* dieser Ziele anstreben kann, die andern also opfern muß.

Daraus ergibt sich für die Wissenschaft eine doppelte Aufgabe: Erstens muß sie untersuchen, durch welche andern wirtschaftspolitischen Maßnahmen — z.B. Budgetpolitik — die Zinspolitik in Fällen, in denen sie das gewünschte Ziel allein nicht erreichen kann, zu ergänzen ist, um wirksam zu werden; und sie muß zweitens prüfen, ob es möglich ist, durch eine ge-

schickte Kombination der Zinspolitik mit andern wirtschaftspolitischen Maßnahmen zwei (oder mehrere) Ziele gleichzeitig zu erreichen, indem man z.B. die Zinspolitik, wie vorgeschlagen worden ist, zur Regulierung der Zahlungsbilanz benutzt und gleichzeitig die Budgetpolitik zur Stabilisierung des Preisniveaus oder zur Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung. Solche schwierige Untersuchungen, die in der Wissenschaft noch am Anfang stehen, fallen jedoch außerhalb des Rahmens dieses Aufsatzes.

[1] Diese Darstellung entspricht der angelsächsischen Buchungsmethode. Es macht jedoch keinen Unterschied, ob die zusätzlichen Depositen sofort auf dem Konto des kreditnehmenden Unternehmers erscheinen oder erst, nachdem dieser den Kredit in Anspruch genommen hat, auf dem Konto des Lieferanten, der vom kreditnehmenden Unternehmer bezahlt wird. [2] Es wird auch heute noch gelegentlich bestritten, daß die Banken durch Kreditgewährung (oder Ankauf von Wertpapieren) Sichtdepositen und damit Geld «aus dem Nichts» schaffen können. Aber wie sonst sollte die Tatsache zu erklären sein, daß die Sichtdepositen ein Mehrfaches der Kasse (einschließlich Notenbankguthaben) der Banken ausmachen? Selbst wenn man sich (was unrealistisch wäre) vorstellte, daß alle Sichtdepositen durch Noteneinzahlung entstanden wären, so hätte doch jeder Einzahlungsakt von Noten eine Geldschaffung zur Folge. Denn da die Banken diese Noten bis auf eine kleine Kassenreserve wieder ausleihen würden, vermehrte sich das Geld; die im Ausmaß der eingezahlten Noten neu entstandenen Sichtdepositen wären Geld, und zudem wären die Noten — jedenfalls zum größten Teil — nach wie vor im Umlauf. Die Geldmenge hätte sich fast verdoppelt. [3] Kaufen die Geschäftsbanken die Wertpapiere, dann bezahlen sie sie aus ihrem Notenbankguthaben. In ihren Bilanzen erhöht sich demnach der Posten Wertpapiere, und die Guthaben bei der Notenbank nehmen entsprechend ab. Kaufen Privatpersonen die Wertpapiere, so ziehen sie Schecks auf ihre Sichteinlagen bei den Geschäftsbanken. Die Schecks werden den Geschäftsbanken von der Notenbank zur Einlösung präsentiert. Als Resultat nehmen auf der Aktivseite der Geschäftsbankbilanzen die Notenbankguthaben und auf der Passivseite die Sichteinlagen ihrer Kunden ab. Auch in diesem Fall also vermindert sich die Kasse der Banken um den Betrag der von der Notenbank verkauften Wertpapiere.