

**Zeitschrift:** Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur

**Band:** 94 (2014)

**Heft:** 1019

**Artikel:** Unheilvolle Überforderung

**Autor:** Baltensperger, Ernst

**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-735958>

#### 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:** 12.01.2026

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

# Unheilvolle Überforderung

Die gegenwärtige Geldpolitik der Zentralbanken ist historisch beispiellos. Leben wir tatsächlich in einer Welt, in der alles anders ist und alte Gesetzmäßigkeiten nicht mehr gelten? Warum monetäre Theorien für Ihren Geldbeutel bedeutender sind als die nächste Lohnanpassung.

von Ernst Baltensperger

Für manche ist «Monetarismus» ein Schimpf- und Kampfwort. Eine Idee also, mit der man sich nicht weiter auseinandersetzen muss. Tatsächlich steht das Wort aber für eine bedeutende Strömung in der Ideengeschichte der monetären Ökonomie, die unser Denken und die Praxis der Zentralbankpolitik nachhaltig beeinflusst hat.

Seine hohe Zeit hatte der Monetarismus in den siebziger und achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts. Prägende Figuren waren Leute wie Milton Friedman, neben ihm aber ebenso der bedeutende schweizerisch-amerikanische Ökonom Karl Brunner, der erst den Begriff *Monetarismus* geprägt hat, und dessen langjähriger Mitstreiter Allan Meltzer. Die monetaristische Theorie verstand sich als Reaktion auf den Keynesianismus, der die intellektuelle und wirtschaftspolitische Diskussion der ersten Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg dominierte. Unter dem Einfluss von John Maynard Keynes und seiner Nachfolger waren die 1960er und '70er Jahre zu einer Periode des stabilitätspolitischen Machbarkeitsglaubens geworden, des Glaubens an die fast perfekte Beeinflussbarkeit von Konjunktur und Beschäftigung durch die Wirtschaftspolitik. Die «ursprünglichen» Keynesianer in den 1940er und '50er Jahren lehnten die Geldpolitik als Instrument zur Beeinflussung der Realwirtschaft noch als weitgehend unwirksam und unbrauchbar ab, sie setzten ganz auf die Stabilisierungsrolle der Fiskalpolitik. Gegen diese Position kämpften die Monetaristen schon früh mit dem Schlagwort «*money matters*» an. Bis in die 1970er Jahre hatten die Keynesianer vor diesem Hintergrund ihren Glauben an die Geldpolitik zurückgewonnen – und diese nun ihrerseits, zusammen mit der Fiskalpolitik, zum fast allmächtigen Instrument einer perfekten Steuerung der Konjunktur durch den Staat erklärt. Gipfeln sollte diese Politik in der «Überwindung des Konjunkturzyklus».

Zentral für die damalige keynesianische Vorstellungswelt war die Idee einer stabilen, dauerhaften und somit wirtschaftspolitisch ausnutzbaren Rivalitätsbeziehung («Trade-off») zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, die «langfristige Phillipskurve». Einflussreiche Keynesianer wie Paul Samuelson oder James Tobin machten die These populär, dass «etwas» Inflation als bescheidener Preis einer verminderter Arbeitslosigkeit zu akzeptieren sei.

## Ernst Baltensperger

ist emeritierter Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern und Autor von «Der Schweizer Franken – Eine Erfolgsgeschichte» (Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2012). Er gilt als Doyen der Schweizer Geldpolitik und ist Doktorvater des amtierenden Nationalbankpräsidenten Thomas Jordan.

Den Inflationsprozess meinten sie dabei leicht unter Kontrolle halten zu können. Diese durch die spätere Erfahrung klar widerlegte Vorstellung war massgeblich dafür verantwortlich, dass die USA, und mit ihnen die gesamte Weltwirtschaft, in die «grosse Inflation» der 1970er Jahre hineinschlitterten, die in den USA erst mit der «Volcker Disinflation» in den frühen achtziger Jahren – und in manchen Ländern noch später – unter massiven volkswirtschaftlichen Kosten wieder ausgemerzt wurde. Diese Fehlentwicklung reflektierte die Tatsache, dass der damalige Keynesianismus für die Analyse der Inflation und der Inflationspolitik intellektuell überhaupt nicht gerüstet war. Er verkannte gänzlich die zentrale Bedeutung der Inflationserwartungen, unterschied kaum zwischen Nominal- und Realverzinsung und besass keine Instrumente zur Analyse von Prozessen der Erwartungsbildung. «Nichtmonetäre» Erklärungen der Inflation und mangelnde Unterscheidung zwischen einmaligen Einflüssen auf das Preisniveau (etwa einem Öl- oder Wechselkursschock) und andauernden Teuerungsprozessen spielten in dieser Zeit eine unglückliche und verwirrende Rolle.

## Die Antwort der Monetaristen

Genau hier setzte die Kritik der Monetaristen ein. Wie Milton Friedman früh festhielt, sind andauernde Inflationsprozesse «immer und überall ein monetäres Phänomen». Eine zunehmende Inflation, so stellte Friedman fest, wirke nur vorübergehend stimulierend auf die Realwirtschaft. Sobald der Überraschungseffekt verflogen ist, entfällt diese Wirkung. Die negativen Folgen der höheren Inflation indessen bleiben bestehen. Die Reduktion der In-

<sup>1</sup> Auf die Bedeutung von Karl Brunner für die Verbreitung der monetaristischen Ideen in Europa, und vor allem in der Schweiz und im deutschsprachigen Raum, bin ich in einem Beitrag in der NZZ vom 26./27. Juni 1999 ausführlich eingegangen, auf den ich hier teilweise zurückgreife.

flation erfordert eine Drosselung der Geldversorgung und ist normalerweise mit einer Stabilisierungskrise verbunden. Bei all diesen Erkenntnissen handelte es sich nicht eigentlich um Neuentdeckungen, sondern vielmehr um eine Rückbesinnung auf «klassische» ökonomische Propositionen, die vorübergehend in den Hintergrund gedrängt worden waren, und ihre Wiederaufnahme in den Hauptstrom der ökonomischen Lehrmeinungen, zu dem sie seither wieder gehören. Bezuglich der Erwartungen postulierten Monetaristen wie Friedman oder Phillip Cagan Lernfähigkeit und ein Modell adaptiver Erwartungsbildung. Das heisst, dass beispielsweise die Inflationserwartung aufgrund der Inflationserfahrung der Vergangenheit gebildet wird – mit abnehmender Gewichtung weiter zurückliegender Perioden.

Eine besondere Bedeutung hatte für die Monetaristen die These, dass eine «aktivistische» Stabilisierungspolitik aufgrund langer und variabler (und damit schwer prognostizierbarer) Verzögerungen zwischen Instrumenteneinsatz und Instrumentenwirkung de facto häufig destabilisierend statt wie erhofft stabilisierend wirkt. Aus diesem Grund empfahlen sie die Befolgung einer möglichst stetigen und regelgebundenen («passiven») Geld- und Fiskalpolitik, im Extremfall ohne jeglichen Versuch der aktiven realwirtschaftlichen Steuerung. *Regeln statt Diskretion* (d.h. willkürliche Entscheidungsfreiheit) in der Wirtschaftspolitik, so hieß die einprägsame Formel. Die Wirtschaftspolitik sollte für klar vorhersehbare, stabile Rahmenbedingungen sorgen. Auf dieser Basis könnten Haushalte und Unternehmungen ihre Planungen und Dispositionen zukunftsgerichtet und geradlinig vornehmen und Störungen effizient bewältigen. Aktive stabilisierende Massnahmen des Staates seien dann nicht mehr nötig.

Für die Geldpolitik propagierten die Monetaristen eine klare Orientierung an der Geldmenge, etwa in Form von Friedmans berühmter «Geldmengenregel», die einen regelmässigen jährlichen Zuwachs der Geldmenge im Ausmass des langfristigen realen Wirtschaftswachstums empfahl. Die von den Keynesianern bevorzugte Ausrichtung der Geldpolitik auf die Zinssätze hingegen wurde, besonders für Zeiten mit inflationären Tendenzen, als gefährlich kritisiert. Insbesondere Karl Brunner und Allan Meltzer betonten darüber hinaus, dass sich die Notenbanken bei der operativen Durchführung ihrer Geldpolitik auf die Steuerung der Notenbankgeldmenge (der «monetären Basis») konzentrieren soll-

ten. Die von den Monetaristen empfohlene Orientierung der Geldpolitik an der Geldmenge wurde am raschesten und deutlichsten von der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank übernommen und in den 1970er Jahren erfolgreich zur Bekämpfung der damals hohen Inflation eingesetzt. Die monetaristischen Positionen kamen der relativ ausgeprägten Abneigung dieser Länder gegen die Inflation stark entgegen. Doch auch das amerikanische Federal Reserve bediente sich unter Paul Volcker bei der Ausmerzung der «grossen Inflation» anfangs der 1980er Jahre genau dieser Rezepte. Die Schweizerische Nationalbank übernahm auch die von den Monetaristen bevorzugte Steuerung des Geldmarkts über die Basisgeldmenge – sie nahm erst mit dem neuen geldpolitischen Konzept des Jahres 2000 von dieser Politik Abschied –, wogegen die Deutsche Bundesbank und das Federal Reserve stets bei der Kontrolle des Geldmarktzinses blieben.

#### Konvergenz und relative Erfolgsbilanzen

Die monetäre Makroökonomie entwickelte sich weiter. Eine besondere Bedeutung gewann die These der rationalen Erwartungen und ihrer Rolle für die Theorie und die Wirtschaftspolitik. Diese baut die Idee der Lernfähigkeit aus und postuliert eine möglichst umfassende Berücksichtigung zukunftsrelevanter Informationen. Die glaubwürdige Ankündigung eines neuen geldpolitischen Kurses beispielsweise, aber auch die Beobachtung eines systematisch veränderten Reaktionsmusters der Zentralbank auf Beschäftigung, Wechselkurse oder andere Indikatoren werden damit als relevante Bestimmungsfaktoren der Inflationsprognose erkannt. Bei rein adaptiver Erwartungsbildung bleiben solche Faktoren unberücksichtigt. Systematische Reaktionsmuster der Wirtschaftspolitik verlieren damit auf die Dauer ihren Überraschungseffekt. Diese These, welche von den meisten Keynesianern anfänglich heftig abgelehnt wurde – andererseits aber auch nicht von allen Monetaristen sofort vorbehaltlos aufgenommen wurde –, verstärkte die Zurückhaltung vieler Ökonomen und jedenfalls der Monetaristen gegenüber einer allzu aktiven konjunkturpolitischen Stabilisierungspolitik.

Im Laufe der Zeit ergab sich in mancher Hinsicht eine gewisse Konvergenz zwischen den Monetaristen und den Keynesianern. Die Keynesianer der 1980er und '90er Jahre übernahmen zentrale Teile der monetaristischen Ideen. Insbesondere akzeptierten sie

Anzeige

**SIND  
SIE SCHON  
HAYEKIANER?**

CLUB ZURICH

**HAYEK**

Mehr Informationen zum Hayek Club Zürich, dem liberalsten Verein der Schweiz, und zur Mitgliedschaft erhalten Sie unter:  
[www.hayekianer.ch](http://www.hayekianer.ch)

bald einmal die Nichtexistenz eines langfristigen Trade-offs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit und die monetäre Erklärung des Inflationsprozesses (sowie als Korrelat dazu die Einsicht, dass Inflationsbekämpfung nur über monetäre Restriktion möglich ist). Die Bedeutung der Inflationserwartungen und der Unterscheidung zwischen Nominal- und Realzins, d.h. zwischen nominal vereinbarten und inflationsbereinigten Zinsen, welche erst die Monetaristen den Keynesianern wieder in Erinnerung gebracht hatten, wurde von kaum jemandem mehr in Frage gestellt. Auch die grundsätzliche Überlegenheit ihrer Hypothese der rationalen Erwartungen und die Einsicht, dass allzu ambitionäre Stabilisierungsbestrebungen mit Gefahren verbunden sein können, gingen in grossem Umfang in den «modernen» Keynesianismus ein.

Etwas paradox wirkt im Rückblick die Tatsache, dass gewisse Positionen, die ursprünglich als typisch monetaristisch galten und von den keynesianischen Zeitgenossen vehement bekämpft worden waren, später fast zu Markenzeichen eines «neuen» Keynesianismus geworden sind. Das gilt insbesondere für die Grunderkenntnis, dass die Geldpolitik ein mächtiges – aus der Sicht der meisten modernen Keynesianer das zentrale – Instrument makroökonomischer Politik ist («money matters»). Aber auch bei den Erwartungen haben sich überraschende Verschiebungen ergeben: Das Modell der adaptiven Erwartungsbildung ist rasch von den Keynesianern vereinnahmt worden und galt plötzlich als typisch keynesianisch, nachdem sich bei den Vertretern des Monetarismus und ihren intellektuellen Nachfolgern, den «neuen klassischen» Makroökonomien, die These der rationalen Erwartungsbildung mehr und mehr durchzusetzen begonnen hatte. Auch dieses Modell wurde allerdings – mit gewissen Einschränkungen – von einem «aufgeklärten» Keynesianismus bald einmal weitgehend übernommen.

Umgekehrt erwiesen sich aber auch wichtige Elemente des Keynesianismus als sehr resistent. So haben selbst Monetaristen wie Allan Meltzer inzwischen Abstand genommen von einer allzu starren, «zustandsunabhängigen» Regelbindung der Geldpolitik und gestehen dieser eine gewisse, wenn auch eingeschränkte, konjunkturpolitische Flexibilität zu. Die praktische Geldpolitik der Zentralbanken, auch monetaristisch orientierter wie der SNB oder der Deutschen Bundesbank, nahm ohnehin immer in erheblichem Mass auf realwirtschaftliche Schwankungen der Volkswirtschaft Rücksicht. Die Vorteile einer Regelbindung, wenn auch in flexiblerer Form, haben sich aber als äusserst wichtig eingeprägt und werden auch von vielen Keynesianern anerkannt.

Die von den Monetaristen empfohlene Fixierung der Geldpolitik auf die Geldmenge hat sich allerdings auf die Dauer nicht durchgesetzt. Die Geldmengenpolitik erwies sich zwar im inflatorischen Umfeld der 1970er und '80er Jahre als nützliches und effizientes Instrument der Inflationsbekämpfung. Sie vermochte sich aber angesichts zunehmender Instabilität in der Nachfrage nach Geld am Ende nicht zu behaupten und machte im Laufe der 1990er und 2000er Jahre der Politik des «Inflation Targeting», also der

direkten Ausrichtung der Geldpolitik auf Inflationsziele, Platz. In ihrer operativen Durchführung wird die Geldpolitik heute – entgegen der früheren Empfehlung der Monetaristen – praktisch überall als eine Politik der Zinssteuerung statt als direkte Steuerung der monetären Basis betrieben. In einem Umfeld niedriger Inflation, wo der Unterschied zwischen Nominal- und Realzinsatz weniger stark ins Gewicht fällt, sind die von den Monetaristen (für ein inflationäres Umfeld durchaus zu Recht) betonten Gefahren einer zinsorientierten Geldpolitik ohnehin weniger akut.

### Neue Kontroversen, neue Fronten

Die wissenschaftliche Debatte wandte sich mehr und mehr Fragen zu, die sich nicht mehr gut im alten Raster von «Monetarismus versus Keynesianismus» einordnen liessen. Im Verlaufe der achtziger und neunziger Jahre wurde die Auseinandersetzung zwischen der «Neuen Klassischen Makroökonomie», die methodisch eine rigorose modellinterne mikroökonomische Fundierung gesamtwirtschaftlicher Gleichgewichtsmodelle forderte, und der «Neuen Keynesianischen Makroökonomie», die diesbezüglich weniger stringent vorging und dafür der expliziten Erfassung von Marktunvollkommenheiten und Friktionen verschiedener Art einen zentralen Stellenwert zuordnete, zur Hauptfront der monetären Makroökonomie. In der Geldpolitik begannen Fragen der Glaubwürdigkeit und der Reputation (und ihres Zusammenhangs mit Selbstbeschränkungen, Regelbindungen und institutionellem Umfeld der Zentralbankpolitik) zu dominieren.

Der Neue Keynesianismus unserer Zeit ist natürlich etwas ganz anderes als der traditionelle Keynesianismus der 1960er und '70er Jahre, ganz zu schweigen vom «Paläokeynesianismus» der 1940er und '50er Jahre. Aber er wäre ohne die Tradition seiner Vorgänger in seiner heutigen Form nicht denkbar. Ebenso wenig aber wäre er ohne den Monetarismus und die «rationale Erwartungsrevolution» der 1970er und '80er Jahre vorstellbar, integriert er doch zentrale Elemente dieser Strömungen. Aber auch die Neue Klassische Makroökonomie ist in ihrer Entwicklung von ihren monetaristischen und keynesianischen Vorgängertraditionen in mancherlei Hinsicht geprägt und ohne diese nicht vorstellbar. In diesem Sinn leben die älteren Traditionen weiter, und sie werden vermutlich noch über Generationen hinweg die Zukunft mitprägen. Mein früherer Lehrer und Kollege Jürg Niehans – neben Karl Brunner der zweite grosse Schweizer Ökonom seiner Zeit – pflegte zu sagen, dass ihn die verschiedenen «Ismen» eigentlich nicht interessierten, sondern nur Auseinandersetzungen um konkrete Sachfragen. Auf die Dauer würden sich dabei von den verschiedenen Denkrichtungen die jeweils überzeugendsten Teile durchsetzen.

### Was bleibt von beiden «Ismen»?

Die Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten Jahre hat in Gesellschaft und Politik eine enorme Verunsicherung bewirkt. Wir leben – einmal mehr – in einer Welt, in der angeblich «alles anders



Markus Fäh  
und Andreas Oertli  
**Zur Lage...**

ist» und «alte Gesetzmässigkeiten nicht mehr gelten». Die gegenwärtige Geldpolitik der Zentralbanken ist historisch beispiellos und lässt sich weder durch die Prinzipien des Monetarismus noch durch jene eines modernen Keynesianismus erklären. Verständlich wird sie nur als Reaktion auf die Verwerfungen der grossen Krise und das Versagen aller anderen Träger der Wirtschaftspolitik, welches die Zentralbanken als einzige handlungsfähige Akteure zurückgelassen hat. Die Zentralbanken und ihre Geldpolitik sind damit unheilvoll überfordert worden.

Die monetaristische Geldmengenpolitik war zu ihrer Zeit erfolgreich, weil sie auf einem strukturierten, theoretisch nachvollziehbaren Ansatz beruhte und klaren, verständlichen Regeln verpflichtet war. Wesentliche Elemente dieser Politik waren auch Transparenz und eine offene, glaubwürdige Kommunikation gegenüber der Öffentlichkeit. In den 1970er Jahren war ein solcher Ansatz für die Geldpolitik revolutionär. Der «aufgeklärte» Keynesianismus der nachfolgenden Jahrzehnte, mit «Taylor-Regel» und den Prinzipien des «Inflation Targeting», folgte dem Monetarismus in diesen Punkten – und mit ihm auch die praktische Zentralbankpolitik vieler Länder.

Die heutige Geldpolitik stellt diesbezüglich einen völligen Bruch dar. Sie bedeutet einen Rückfall in eine Politik, die wir für überwunden glaubten: eine Politik, die keinen klar erkennbaren Regeln verpflichtet ist und einem masslosen Machbarkeitsglau-  
ben huldigt, wie er für die 1960er und '70er Jahre charakteristisch war. Diese Politik führte damals ins Abseits. Sie wird langfristig auch diesmal kaum erfolgreich sein.

Die Wirtschaftspolitik wäre gut beraten, die Lehren der Vergangenheit wieder mehr zu beachten und zu den Grundprinzipien einer durch einfache und verständliche Regeln bestimmten Politik zurückzukehren. Die Zentralbanken können dabei nicht Mädchen für alles spielen. Sie dürfen nicht durch übertriebene Anforderungen und masslose Erwartungen belastet werden und müssen sich auf ihren zentralen Auftrag – die Gewährleistung monetärer Stabilität – konzentrieren können. Bleibt zu hoffen, dass diese einfache Einsicht zurückkehrt, bevor allzu grosser Schaden angerichtet ist. ▲

## ... des konsequenteren Weiterwurstelns

D

ie Saure-Gurken-Zeit bringt es deutlicher denn je ans Licht: Politik und Medien inszenieren eine gegenseitige Bespiegelung und fabrizieren Trugbilder, um über das Fehlen schmerzhafter Politik – die sich um reale Probleme kümmern würde – hinwegzutäuschen.

Ob nun ein umtriebiger Politiker seinen Beamtenposten wegen seines dürftigen Leistungsausweises verliert und sich dann in Selbstmitleid übt oder ob die dafür politisch Verantwortlichen Staatskrisenstimmung verbreiten und ein Staatsanwalt das Ganze zu einem Justizkasus aufbläht – in all diesen banalen Fällen sind die Medien prompt zur Stelle und kochen die langweiligste Story zu einem Krimi hoch.

Zweite Gotthardröhre, Autobahnvignette, Gripen-Kauf – was an den Säckel geht, wird nach Belieben zu einem Hauptchauplatz für die Zukunft der Schweiz hochstilisiert, grundlegende Richtungsfragen bleiben jedoch ausgeblendet. Viele Akteure dieses Spiels kommen sich wichtig vor und sind monatlang im Leerlauf beschäftigt.

Aber die relevante Auseinandersetzung hat ein weiteres Mal nicht stattgefunden. Jene über die Zukunft der Schweiz, die Sorgen der Menschen um Raum, Umwelt, die Angst vor ausländischer Konkurrenz, Demographie, unserem Umgang mit den Nachbarn und die Frage, wer wie viel von der Wertschöpfung profitiert.

Wir finden: Es gibt keine öffentliche Debatte, bei der Visionen aufeinanderprallen und Differenzen klar sichtbar werden. Die Politiker, offiziell zwar verschiedener Couleur, übertreiben rhetorisch ihre Minimaldifferenzen, um das Publikum darüber zu täuschen, dass wir im Prinzip in einem Einparteiensystem leben. Es herrscht in unserem Land nur die SPGP, die Swiss Political Game Partei. Alle tun so, als seien sie «schampar unbequem» und würden sich Kompromisse abtrotzen, dabei sind sie sich im Grunde einig: Bloss keine schmerzhaften Kontroversen, keine unangenehmen Einsichten über den Zustand des Landes, keine einschneidenden Reformen, am liebsten ohne Konsequenzen weiterwursteln.

Wir denken: Diese Trägheit ist gefährlich, denn so wird Zukunft zur Illusion, bevor sie richtig begonnen hat.

Markus Fäh, Psychoanalytiker und Coach  
Andreas Oertli, Unternehmensberater und Coach