Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 53 (1973-1974)
Heft: 8

Artikel: Betrachtungen zur schweizerischen Zinspolitik
Autor: Reinhardt, Eberhard
DOI: https://doi.org/10.5169/seals-162872

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: 14.07.2025

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

sich daher schon im Anspruch notwendigerweise von der Hybris des konstruktivistischen Rationalismus. «Die Einbildung, dass wir so ungeheuer viel über die Welt wissen, ist das Falsche... Wir wissen nichts, darum müssen wir bescheiden sein», schreibt K. R. Popper. Und an einer anderen Stelle sagt der gleiche Autor: «Wir wissen nichts, wir suchen nur.» Daseinsgestaltung lässt sich daher auch als Suchprozess auffassen, aus dem sich auf dem Wege von «trial and error» allmählich bessere Regeln für das menschliche Zusammenleben herausbilden können. So schliesst denn auch E. Böhler seine «Psychologie des Zeitgeistes», die dem Machbarkeitsmythos besondere Aufmerksamkeit widmet, mit den Worten: «Die sterilen und unvollendbaren Ideologien werden zurückgedrängt durch die Arbeit an konkreten Reformen, die auf der Einsicht in die verfügbaren Mittel, auf Selbstkritik und Selbstverantwortlichkeit beruhen. Dann wird der Humanismus ... zu einem positiven und aktiven Symbol, das nicht bloss leeren Wandel bringt, sondern die Struktur der Wirklichkeit verändert.»

EBERHARD REINHARDT

Betrachtungen zur schweizerischen Zinspolitik

In Zeiten, da es die Konjunktur zu dämpfen und die Inflation abzuwehren gilt, lebt in der Schweiz jeweils die Diskussion um den Zins auf. Laut erschallt regelmässig der Ruf nach einer streng restriktiven Geldmengenpolitik mit entsprechend starker zinstreibender Wirkung. Und ebenso regelmässig geben Politik und Praxis diesem Postulat nur zögernd nach. Gründet diese eigenartige Lage auf Missverständnissen zwischen Lehre und Praxis, spielen hier Fehlurteile eine Rolle, oder handelt es sich um den Ausdruck jener Interessenkonflikte, welche die Teuerungsbekämpfung politisch so sehr erschweren – alles Fragen, die sich immer wieder stellen und denen nachzugehen von einigem Interesse sein dürfte.

Funktion des Zinses

Will man das tun, so beginnt man am besten damit, sich kurz die Funktion des Zinses ins Gedächtnis zu rufen. Vereinfacht dargestellt, hat er aus

der Sicht der Theorie als Preis für die Bereitstellung von Kapital den Ausgleich zwischen dem Angebot an diesem und der Nachfrage danach herzustellen. Geht der Zins in die Höhe, lautet das Theorem, so steigt das Angebot an Kapital und sinkt die Nachfrage, während rückläufige Zinssätze den umgekehrten Effekt zeitigen, also das Angebot an Kapital sinken und die Nachfrage steigen lassen.

Freilich spielt dieser Mechanismus in der Wirklichkeit nicht so harmonisch, sondern zeigt recht asymmetrische Effekte. Auf der Angebotsseite fördern hohe Zinssätze zwar tendenziell die Ersparnisbildung; aber dieser Zusammenhang ist lose und wirkt sich, wenn überhaupt, nur auf lange Sicht aus. Auf kürzere Frist spielen andere Momente, wie insbesondere die Einkommensentwicklung sowie die Konjunktur-, Beschäftigungs- und Preisaussichten als Bestimmungsgründe der Spartätigkeit eine wichtige Rolle. In einer andern Hinsicht üben Zinssatzveränderungen jedoch einen sofortigen und unmittelbaren Einfluss auf das Kapitalangebot eines Landes aus: Steigende Zinssätze dämpfen den Kapitalexport und fördern die Geldeinfuhr, sinkende wirken gerade umgekehrt; beide verändern somit unmittelbar die Kapitalverkehrsbilanz eines Landes in positivem oder negativem Sinn, ein Konnex, der gerade in der weltverbundenen Schweiz besonders wichtig ist und auf den zurückzukommen sein wird.

Konjunkturpolitisch zielgerechter als beim Angebot wirken sich steigende oder sinkende Zinssätze auf die Nachfrage nach Kapital aus, die sie dämpfen beziehungsweise anregen. Aber auch hier ist der Effekt keineswegs gleichmässig. Selbstverständlich ziehen Zinssatzveränderungen alle jene privaten und öffentlichrechtlichen Stellen, die sich selber zu finanzieren vermögen, nicht in Mitleidenschaft. Wenig spürbar sind sie ferner für alle jene, welche Kredite nur kurzfristig benötigen. Dagegen werden sie in den Bereichen stark empfunden, wo der Kapitalumschlag träge ist, wo also, wie im Falle des Staates oder der Investitionsfinanzierung, bis zur Tilgung der aufgenommenen Gelder Jahre vergehen. Indessen liegen auch in diesem Sektor die Verhältnisse nicht einheitlich. Die öffentliche Hand, die bedeutende, vom Volke selber oder seinen Vertretern genehmigte Projekte durchführen muss, ist zinsunempfindlich; sie beschafft sich denn auch in der Regel die benötigten Mittel, ohne sich um die Kosten viel zu kümmern. Auch aus diesem Blickwinkel, nicht nur aus der konjunkturpolitischen Logik heraus, ist dringend zu fordern, dass die öffentliche Hand in Zeiten, in denen es einen inflationären Boom zu dämpfen gilt, ihren Haushalt zumindest ausgleicht, wenn nicht sogar Überschüsse erzielt.

Somit macht sich eine Zinserhöhung in stärkerem Mass letzten Endes nur bei den privaten Investitionen bremsend bemerkbar. Da aber die industriellen Finanzierungen in der Regel mittelfristigen Charakter haben und zudem

mit relativ hohen Gewinnerwartungen verbunden sind, bilden auch sie beim freien Spiel der Marktkräfte gewöhnlich nicht den Bereich, wo der Zinsanstieg am stärksten dämpfend wirkt. Das Schwergewicht der notwendigen Anpassungen liegt daher auf einem anderen Gebiet der langfristigen Finanzierungen, nämlich beim Hypothekarkredit auf landwirtschaftlichen Anwesen und für den Wohnungsbau. In der Tat galt in der klassischen Konjunkturtheorie der Wohnungsbau als «konjunkturelles Ausgleichsbecken» oder als «konjunktureller Schlingertank», da dieser in Zeiten steigender Zinssätze abflaute und so die erstrebte Drosselung der wirtschaftlichen Aktivität herbeiführte, in Phasen der Geldverbilligung dagegen anzog und der Wirtschaft neue Auftriebsimpulse verlieh.

Der Zinsmechanismus und die Schweiz

Dieser in groben Strichen skizzierte Zinsmechanismus spielt natürlich auch in unserem Land. Er trifft uns aber an einer wunden Stelle. Einmal geniesst der Wohnungsbau politische Privilegien, die seine Drosselung zu einer heiklen Angelegenheit machen. Zweitens ist die Hypothekarverschuldung in der Landwirtschaft und im Wohnungsbau ungewöhnlich gross. Drittens wird der materiell langfristige Hypothekarkredit weitgehend recht kurzfristig refinanziert, so dass Änderungen der Zinssatzverhältnisse nicht nur bei neugewährten Hypotheken spürbar werden, sondern sehr rasch auf den ganzen Hypothekarbestand durchschlagen. Zinserhöhungen lösen deshalb bei den wichtigsten Elementen der Lebenskosten, nämlich den Nahrungsmitteln und den Mieten, schnell Anpassungsvorgänge aus, die um so nachhaltiger sind, als das Landwirtschaftsgesetz von 1952 Agrarerzeugnissen im Prinzip kostendeckende Preise zugesteht. Steigende Lebenskosten aber führen zu Lohn- und Gehaltsbegehren, mit dem Resultat, dass ein Zinsauftrieb bei uns der berühmten Preis- und Lohnspirale besonders starke Impulse zu verleihen droht.

Wohl ist die langfristige investitions- und damit konjunkturdämpfende Wirkung steigender Zinssätze unbestritten. Aber sie erzielen diesen Erfolg vor allem auf dem für die Politik neuralgischen Gebiet des Wohnungsbaus. Zudem tritt der kurzfristige, preistreibende Effekt von Zinserhöhungen in der Schweiz sehr ausgeprägt in Erscheinung. Vielerorts fragt man sich deshalb, ob eine aktive Zinspolitik bei uns nicht den Teufel mit dem Beelzebub austreibe. So will man zwar im Interesse der Inflationsabwehr eine restriktive Geldpolitik betreiben, wünscht aber deren Folgen in bezug auf die Zinsen und den Wohnungsbau möglichst zu vermeiden. Aus dieser Problemstellung heraus gelangte man fast zwangsläufig zu einer wenig

marktkonformen Geld- und Kreditpolitik, die, statt mit dem Zinsmechanismus zu arbeiten, das Schwergewicht auf dirigistische Interventionen in Form quantitativer Restriktionen legte, wie die Kredit- und Emissionskontrollen und die Baubeschränkungen zeigen.

Die Wahl dieser wirtschaftspolitischen Methoden wurde auch durch die intensive finanzielle Auslandsverbundenheit der Schweiz gefördert, deren stets bedeutender Geldzufluss aus dem Ausland durch anziehende Zinssätze noch stimuliert werden musste. Bei stabilen Wechselkursen hat das nämlich zur Folge, dass die Schweizerische Nationalbank vermehrt Dollars gegen Franken zum Stützungskurs aufzukaufen und so den inländischen Geldumlauf oft im Gegensatz zu den konjunkturpolitischen Zielen auszudehnen hat. In sehr erheblichem Umfang war dies 1971 der Fall, allerdings nicht so sehr wegen zinsbedingter Geldzuflüsse, als vor allem wegen einer durch den Vertrauensschwund gegenüber dem Dollar bedingten Repatriierungswelle und Fluchtgeldbewegung. Tatsächlich hat sich der Geldumlauf in der Schweiz 1971 um 39,5% ausgedehnt und damit die Inflationsabwehr kompliziert.

Angesichts einer drohenden neuen Geldwoge aus dem Ausland zog sich die schweizerische Notenbank nach der Spaltung des Devisenmarktes in Italien am 23. Januar 1973 aus dem Devisenmarkt zurück und liess den Franken floaten. Seither äussern sich Geldzuflüsse aus dem Ausland nach der Schweiz allein in den Wechselkursbewegungen, führen aber nicht mehr über Dollarübernahmen der Notenbank automatisch zu einer Ausweitung des inländischen Geldkreislaufes, die tendenziell einen unerwünschten Druck auf die Zinssätze nach sich zieht.

Das Dilemma der schweizerischen Zinspolitik

Der Jubel, mit dem diese grundsätzliche Neuerung der schweizerischen Währungspolitik von gewisser Seite begrüsst worden war, ist mittlerweile einem eher betretenen Schweigen gewichen. In der Tat haben sich, wie an sich leicht vorauszusehen war und auch vorausgesehen wurde, die Hoffnungen in keiner Weise erfüllt, die da und dort an floatierende Wechselkurse geknüpft worden waren. Erstens sind statt der in Aussicht gestellten Rückkehr zu freiheitlichen Welthandelsformen die zum Schutze der Währung getroffenen restriktiven Eingriffe in den zwischenstaatlichen Zahlungsverkehr nicht nur nicht abgebaut, sondern noch verschärft worden. Zweitens pendelten sich die Kurse keineswegs auf dem erhofften, wirtschaftlich sinnvollen Niveau ein, sondern sanken auf einen Stand ab, der auf die Dauer Beschäftigung und Wohlstand des Schweizer Volkes erheblich gefährden

könnte. Drittens hat die Aufwertung des Frankens kurzfristig die Teuerung keineswegs eingedämmt und deshalb bisher auch nicht dazu beigetragen, die Konkurrenzkraft der Wirtschaft langfristig zu verbessern.

Viertens – und das interessiert uns hier besonders – hat die Notenbank die Geldmenge zwar etwas besser in den Griff bekommen. Aber wer glaubte, dass sie dadurch auch freiere Hand in der Zinspolitik erlangen würde, sah sich enttäuscht. Ebensosehr, ja vielleicht sogar noch mehr als bis anhin, müssen die Geldbehörden auf die Aussenbeziehungen achten, da die eine wirklich restriktive Geldpolitik begleitenden Zinsauftriebsimpulse, wie das Beispiel der Bundesrepublik zeigt, zu einem zusätzlichen Druck auf die Wechselkurse führen und so auf längere Sicht die bereits prekäre internationale Wettbewerbslage des Landes weiter verschlechtern müsste. Die Notenbank hat denn auch bisher sorgfältig darauf geachtet, den einheimischen Geldmarkt nicht allzu sehr zu verknappen, und aus dem gleichen Grund hat sie die Massnahme gegen die Auslandgelder nicht nur integral aufrechterhalten, sondern zum Teil noch verschärft.

Ist der Spielraum für eine autonome Zinspolitik durch den Übergang von festen zu floatenden Wechselkursen nicht wesentlich erweitert worden, so gilt selbstverständlich das gleiche für die Verhältnisse in der Binnenwirtschaft. Der Wohnungsbau bleibt tabu, die preistreibende Wirkung von Zinserhöhungen bleibt unverändert, und hiezu kommt noch, dass die Propagandisten flottierender Wechselkurse, welche stets die dadurch angeblich gewonnene nationale Autonomie der Geldpolitik unterstrichen hatten, in der Politik den Widerstand gegen eine aktive Zinspolitik weiter verstärkt haben. Symptomatisch dafür ist, dass sich die erste Aktion des Bundesdelegierten für die Preisüberwachung gegen eine angekündigte mässige Hypothekarzinserhöhung einer Kantonalbank richtete; ebenso bezeichnend ist es aber, dass die harten, neuen Instrumente der Geldmengenkontrolle, die der Notenbank im Rahmen der notrechtlichen Beschlüsse zur Konjunkturdämpfung Ende letzten Jahres in die Hand gegeben worden sind, bisher praktisch unbenützt im Schranke stehen. So liegt der Akzent der geldpolitischen Massnahmen zur Inflationsabwehr nach wie vor bei den quantitativen Eingriffen in Gestalt der Kreditplafonierung und Emissionskontrolle. Zwar haben auch diese Eingriffe die Zinsauftriebskräfte nicht ganz eliminieren können, aber verglichen mit der übrigen Welt war die Zinsentwicklung in unserem Land bisher äusserst ruhig.

Dafür zeigen sich in anderer Hinsicht besorgniserregende Erscheinungen. Die quantitativen Restriktionen lösen naturgemäss in der Wirtschaft die Neigung zu Umfahrungen aus, was dazu führt, dass das Netz der Kontrolle und Überwachungen ständig weiter ausgedehnt werden muss. Zudem verstärkt sich, wie die bemühende Diskussion um die besonderen

Kreditkontingente für Härtefälle und die Praxis der Emissionskontrolle zeigt, in der Politik der Wunsch, die Verteilung der quantitativ begrenzten Kreditmenge zu beeinflussen. So droht das heutige System der Kreditpolitik immer mehr zu einem dirigistischen Lenkungssystem zu entarten, und wenn noch die Beschränkung im Zahlungsverkehr mit dem Ausland hinzugezählt wird, so erhellt, wie sehr sich unser Land in letzter Zeit auf geldwirtschaftlichem Gebiet von den Methoden und Interventionsformen entfernt hat, die einer Wettbewerbswirtschaft anstehen. Für die freiheitliche Wirtschaft und Gesellschaftsordnung zeichnen sich hier Gefahren ab, die sicherlich nicht auf die leichte Schulter genommen werden dürfen.

Der Ausweg

Gewiss liegen heute Sonderumstände vor, die ausserordentliche Massnahmen erfordern. Auch ist kaum zweifelhaft, dass sich dauerhafte Grundlagen für die schweizerische Geld- und Kreditpolitik nicht finden lassen, solange für die so wichtigen aussenwirtschaftlichen Beziehungen keine Wechselkursbasis hergestellt ist, die tragfähig zu sein verspricht. In diesem Bereich werden die Behörden ihre Position zweifellos überdenken müssen und, sofern die internationale Währungsreform nicht zustandekommt, Lösungen zu prüfen haben, die es ihnen gestatten, wenigstens für die beschäftigungspolitisch zentralen Bereiche unserer Volkswirtschaft den Wechselkurs wieder fester in die Hand zu nehmen. Dass eine solche Lösung, wie immer sie ausfallen mag, Vorkehren zur Abwehr destabilisierender zwischenstaatlicher Kapitalbewegungen enthalten muss, darf als Selbstverständlichkeit gelten.

Sobald die äusseren Währungsbeziehungen wieder ein festeres Fundament erhalten haben, wird es darum gehen müssen, die Möglichkeiten einer marktkonformen Geldpolitik, also insbesondere der Zinspolitik, im eigenen Lande zu verbessern. Das bedingt nicht zuletzt eine gewisse Reform der Hypothekarfinanzierung, die namentlich den Übergang zur Amortisationshypothek einzuschliessen hätte. Die sich in dieser Richtung neuerdings abzeichnenden Tendenzen sind daher sehr zu begrüssen. Auch wäre dafür zu sorgen, dass der Zinsanstieg, wie es ja wirtschaftlich sinnvoll ist, vor allem bei den neuen Projekten wirkt, dagegen auf die alten Hypotheken einen geringen Einfluss ausübt; dies würde nicht zuletzt den Übergang zu wirklich langfristigen Hypothekarverträgen und eine Strukturreform in der Refinanzierung des Hypothekarkredites voraussetzen. Dass eine solche Neuerung sich am besten in einer Zeit rückläufiger Zinssätze durchbringen liesse, liegt auf der Hand; es wäre sehr zu wünschen, dass die nächste Phase abflauender Konjunktur für eine derartige Reform genützt würde. Auf diese Weise liessen sich ge-

wisse Hemmnisse beseitigen, die einer konjunkturgerechten Zinspolitik in unserem Land heute im Wege stehen. Die Bahn für konsequente geldwirtschaftliche Eingriffe wäre geebnet und damit verbesserte Möglichkeiten geschaffen, in der Gestaltung unserer Zinspolitik auch der Stellung der Schweiz als internationalem Finanzmarkt Rechnung zu tragen.

Festzuhalten ist, dass die Geldpolitik nur eines der Mittel der Konjunkturpolitik bildet. Sie kann deshalb ihre volle Wirkung nur erzielen, wenn die übrigen Methoden der wirtschaftlichen Globalsteuerung, insbesondere die Fiskalpolitik auf der Ausgaben- wie der Einnahmenseite, im gleichen Sinne wirken. Leider lassen die sehr generellen Formulierungen des Entwurfes zu einem Konjunkturartikel in dieser Hinsicht sehr zu wünschen übrig. Ebenso bedauerlich ist, dass sie in ihrer ursprünglichen Fassung keine klare Differenzierung zwischen marktkonformen und nichtmarktkonformen Instrumenten der Konjunkturpolitik enthalten. In den Händen von der Pragmatik verpflichteten Politikern könnten sie leicht den Weg in den Dirigismus und in die staatliche Kapital- und Investitionslenkung öffnen, die den Lebensgesetzen der schweizerischen Wirtschaft fremd ist. Zwischen ausserordentlichen Notmassnahmen und Dauerinstrumenten der Konjunktur- und Wirtschaftspolitik ist rechtlich wie politisch sorgfältig zu unterscheiden.

Ebensowenig darf übersehen werden, dass die Inflationsbekämpfung nicht so sehr eine Sache der Instrumente als der Bereitschaft der sozialen, politischen und wirtschaftlichen Schichten ist, das Ringen um die Einkommensverteilung zu mässigen. Das Hauptproblem liegt daher darin, einen tragfähigen Ausgleich zwischen Gruppeninteressen und dem Allgemeininteresse herzustellen. Diese ebenso anspruchsvolle wie zentrale Aufgabe lässt sich in konstruktiver Weise nur lösen, wenn wir sie nicht im Geiste des Klassenkampfes betrachten, sondern nach gut helvetischer Art mit realistischem Sinn und einer vernünftigen Kompromissbereitschaft an sie herantreten, eingedenk des weisen Wortes: «Das Bessere ist der Feind des Guten.»