

Duwendag, Dieter

**Article — Digitized Version**

## Neue geld- und kreditpolitische Instrumente?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Duwendag, Dieter (1973) : Neue geld- und kreditpolitische Instrumente?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 53, Iss. 2, pp. 71-75

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134501>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Neue geld- und kreditpolitische Instrumente?

Dieter Duwendag, Speyer

„In einem Brief an Bundesfinanzminister Schmidt fordert die Bundesbank aufgrund eines Beschlusses des Zentralbankrats: Die bisherige Mindestreservestaffel für Sicht-, Termin- und Spareinlagen von 30, 20 und 10 Prozent müsse auf 40, 25 und 15 Prozent angehoben werden. Zusätzlich sei eine Zuwachsmindestreserve für die Aktivseite notwendig. Diese müsse bis zu 100 Prozent gehen und außer Grundstücken alle Posten der Aktivseite der Bilanzen von Kreditinstituten erfassen. Die Zahl der mindestreservspflichtigen Bankgeschäfte muß außerdem nach Ansicht der Bundesbank erweitert werden, insbesondere was Bausparkassen und Versicherungen angeht. Ferner plädiert die Bundesbank in ihrem Schreiben eindeutig für die Einführung der dirigistischen Kreditplafondierung“ (Handelsblatt vom 25. 1. 1973).

Diese Pressemeldung faßt den jüngsten Stand der Bestrebungen zur Reform des notenbankpolitischen Instrumentariums in Deutschland zusammen. Zwar sind der Phantasie keine Grenzen gesetzt, diesem Katalog von Neuerungen noch weitere hinzuzufügen. Gleichwohl dürfte damit der „harte Kern“ der reformbedürftigen geld- und kreditpolitischen Maßnahmen angesprochen sein, der – nach eigentlich permanenter Diskussion – nun auch eine gewisse Chance hat, in einem Referentenentwurf zur Novellierung des Bundesbankgesetzes Berücksichtigung zu finden.

### Sachzwänge für den Reformeifer

Die Bundesbank zieht mit diesem teilweise recht drastischen Reformkatalog die Konsequenzen aus einer Entwicklung, in die sie von Mal zu Mal, d. h. von einem Wachstumszyklus zum anderen, immer stärker hineingedrängt wurde: Der zaghafte und überdies noch aufgrund zahlreicher politischer Widerstände zeitlich verzögerte Einsatz der Fiskal-, Einkommens-, Wettbewerbs- und Außenwirtschaftspolitik sowie die asymmetrische, nämlich boombegünstigende Handhabung des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes haben der Geld- und Kreditpolitik in zunehmendem Maße die Hauptlast der Konjunktur-, insbesondere der Preisstabilisierung aufgebürdet.

Zwar fürchtet die Bundesbank nach eigenem Eingeständnis, diese Rolle, in die sie letztlich durch Sachzwänge hineingeraten ist, nicht voll ausfüllen zu können. Denn trotz DM-Aufwertung (Exportboom des Jahres 1972!), Bandbreitenerweiterung gegenüber dem Dollar, Bardepot und partieller Anwendung des § 23 Außenwirtschaftsgesetz haben die in den letzten Wochen wieder spontan aufgeflackerten Währungsunruhen gezeigt, daß die außenwirtschaftliche Flanke immer noch ungenügend abgesichert und der Spielraum für eine verstärkte konjunkturpolitische Aktivität der Notenbank im derzeitigen System außerordentlich schmal bemessen ist. Aber einmal in diese anspruchsvolle Rolle hineingeraten, schöpft die Bundesbank verständlicherweise und logisch konsequent dann auch bei ihren Reformbestrebungen aus dem vollen.

*Prof. Dr. Dieter Duwendag, 35, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften an der Hochschule für Verwaltungswissenschaften Speyer. Seine Forschungsgebiete umfassen Konjunkturpolitik und internationale Währungspolitik sowie verschiedene Bereiche der sektoralen Wirtschaftspolitik.*

Hinzu kommt, und das erklärt vielleicht die Hektik des Reformeifers in den letzten Monaten, daß der Bundesbank die Kontrolle über die Entwicklung des Geldvolumens aus den Händen zu gleiten droht: Nach einem Wachstum des Geldvolumens (Bargeld plus Sichtdepositen des Nichtbankensektors: „M<sub>1</sub>“) von 12,3% im Jahre 1971 stieg die Geldmenge von November 1971 (119,4 Mrd. DM) bis November 1972 (137,4 Mrd. DM) um 15,2%, insbesondere bedingt durch die Expansion der inländischen Kreditgewährung, die bei gleichzeitiger extrem niedriger Liquiditätsquote der Banken erfolgte. Das bedeutet – sieht man vom Koreaboom einmal ab (1951: + 17,3%) – einen neuen, bedenklichen Nachkriegsrekord, in dessen Nähe lediglich die Wachstumsraten des Geldvolumens der Jahre 1961 (14,9%) und 1958 (12,7%) liegen<sup>1)</sup>.

### Alternativen für eine Novellierung

Prinzipiell hätten der Bundesbank drei mögliche Ansatzpunkte für eine Veränderung ihres Instrumentariums offen gestanden: Erstens die Intensivierung der vorhandenen Maßnahmen im bisher schon praktizierten Anwendungsbereich; zweitens die Ausdehnung des bisherigen Instrumentariums auf neue Anwendungsbereiche; drittens die Kreation neuer Maßnahmen, gerichtet auf bisherige und/oder neue Anwendungsbereiche. Nach dem derzeitigen Stand der Novellierungsbestrebungen ist die Bundesbank einen mittleren Weg gegangen, d. h. ihr Forderungskatalog erstreckt sich auf alle drei genannten Möglichkeiten (Intensivierung der Mindestreservpolitik; Ausweitung des Anwendungsbereichs: Aktiv-Mindestreserve und Einbeziehung auch der sog. Finanzintermediäre; Kreditplafondierung als neues Instrument).

Was jedoch überrascht, ist, daß die Bundesbank weder im Bereich der „reinen“ Zinspolitik Neuerungen für notwendig hält (wiewohl natürlich die Aktivierung des Mindestreserveinstruments mit erheblichen zinspolitischen Effekten verbunden ist), noch für eine neue Konzeption ihrer Offenmarktpolitik mit Banken und Nichtbanken Vorschläge bereithält. Gerade dieses letztgenannte Instrument bietet doch noch zahlreiche unausgenutzte Möglichkeiten, die Liquidität des Banken- und Nichtbankensektors zu kanalisieren, d. h. in die stabilisierungspolitisch erwünschten Bahnen zu lenken. Auch der Vorschlag, das gesamte Refinanzierungsvolumen der Kreditinstitute bei der Bundesbank zu kontingentieren, fehlt im Forderungskatalog. Dies ist um so erstaunlicher, als diese Möglichkeit schon im damaligen BMWF (1972) Gegenstand von Erörterungen gewesen ist. Eine wissenschaft-

liche Fundierung der Konzeption eines solchen Refinanzierungskontingents hat Neubauer<sup>2)</sup> kürzlich geliefert.

### Indirekter Wirkungsmechanismus

Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich im wesentlichen auf einige grundsätzliche Bemerkungen zu dem eingangs skizzierten Reformpaket. Vorauszuschicken ist, daß die Beeinflussung gesamtwirtschaftspolitischer Ziele durch die Notenbankpolitik nur auf indirektem Wege, d. h. über monetäre Größen, erfolgt. Geldmenge, Zins und Liquidität im weitesten Sinne sind die Aktionsparameter der Geld- und Kreditpolitik. Der Hinweis auf den lediglich indirekten Wirkungsmechanismus macht deutlich, daß die Entscheidung über die adäquate Art, das richtige Timing und die angemessene Dosierung der zu ergreifenden geldpolitischen Maßnahmen schon von vornherein mit größeren Unsicherheiten behaftet ist als z. B. der unmittelbar auf realwirtschaftliche Größen wirkende Einsatz von ausgabenpolitischen Instrumenten des Staates.

Die spezifischen Unsicherheiten der monetären Stabilisierungspolitik resultieren insbesondere aus

- der Ungewißheit über die Zinsempfindlichkeit der Kreditnachfrager,
- der nur eingeschränkten Kontrollierbarkeit der Bankenliquidität, des gesamtwirtschaftlichen Liquiditätsstatus, der sog. intermediären Finanzierungsinstitutionen und der „Schleichpfade“ des Kreditmarktes durch die Notenbank,
- der unzureichenden außenwirtschaftlichen Absicherung.

Damit kämpft die Bundesbank im Grunde stets im „Vorfeld“ der angestrebten wirtschaftspolitischen Ziele, dazu noch gleichzeitig an drei Fronten (der Zins-, Geldmengen- und Liquiditäts-„Front“) und mit unsicheren Effekten wegen der vielfältigen Konterkarierungsmöglichkeiten ihrer Politik („intermediate“- und Wirkungs-lag der monetären Instrumente).

Können die vorgeschlagenen Reformmaßnahmen hier Abhilfe schaffen und die Geld- und Kreditpolitik effizienter gestalten? Hervorstechendstes Merkmal der geplanten Verbesserung des monetären Instrumentariums ist ganz allgemein, daß der Hauptansatzpunkt auf die Beeinflussung des Kreditpotentials, d. h. auf die Fähigkeit des Finanzsektors zur Kreditgewährung gerichtet ist. Unterstellt man einen engen Zusammenhang zwischen der Veränderung des Geldvolumens und der Wirtschaftsaktivität, dann ist – da das Ausmaß der inländischen Kreditgewährung die wichtigste Quelle

<sup>1)</sup> Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 7, 1971, S. 23–26, und Nr. 1, 1973, S. 4\*; obige Angaben basieren auf Ursprungswerten (nicht saisonbereinigt).

<sup>2)</sup> Vgl. W. Neubauer: Strategien, Techniken und Wirkungen der Geld- und Kreditpolitik, Göttingen 1972, S. 312 ff.

für Geldmengenveränderungen darstellt — die Kontrolle des Kreditvolumens primärer Zielpunkt der monetären Politik.

### Intensivierung der Mindestreservpolitik

Diesem Ziel dient zunächst die Heraufsetzung der maximalen Mindestreservesätze für Bankdepositen herkömmlicher Art. Diese um bis zu 50 % (bei den Spareinlagen) erhöhte Mindestreservestaffel würde ceteris paribus zu zusätzlichen Entzugseffekten an Zentralbankgeld im Bankensystem führen, die Kreditschöpfungsmöglichkeiten reduzieren und die Kreditkosten unter der Voraussetzung der Überwälzungsmöglichkeit erhöhen. Aber es fragt sich, ob eine derartige Eskalation dieses Instruments auch gesamtwirtschaftlich zu den beabsichtigten Wirkungen führen wird, vor allem dann, wenn es auf den traditionellen Anwendungsbereich (Kreditinstitute) beschränkt bleibt. Verlagerungen des Einlagen- und Kreditgeschäftes auf andere, bislang noch nicht mindestreservepflichtige Institute des Finanzsektors und damit einhergehende Wettbewerbsverschiebungen könnten ebenso die Folge sein wie ein verstärkter Übergang auf Direktdarlehen und -emissionen. Wettbewerbsaspekte beinhaltet auch die unterschiedlich starke Heraufsetzung des maximalen Mindestreservesatzes für die verschiedenen Depositenarten. Institute mit traditionell hohem Spareinlagenvolumen, vor allem die Sparkassen, würden hiervon stärker betroffen.

Mit der geplanten Ausweitung der Mindestreservpolitik auf neue Anwendungsbereiche trägt der Vorschlag der Bundesbank indessen den vorerwähnten Argumenten weitgehend Rechnung. Zusätzlich zur Depositenmindestreserve wird jetzt nicht nur die Belegung von Zuwächsen der Bankaktiva (außer Grundstücken) mit einer Mindestreserve propagiert (evtl. bis zu 100 %), sondern auch die Einbeziehung der sog. Finanzintermediäre (Bausparkassen, Sozial- und Individualversicherungen, Finanzmakler und Kreditvermittler) in die Mindestreservpflicht erwogen. Zur Einführung der Aktivmindestreserve, hier insbesondere bezogen auf den Zuwachs an neuen Krediten, „liegen bisher positive Aussagen des Bankenverbandes und auch unserer Organisation (Sparkassenorganisation; d. Verf.) vor“<sup>3)</sup>, vermutlich deshalb, um hierdurch dem noch rigoroseren geplanten neuen Instrument der Kreditplafondierung taktisch zuvorzukommen.

### Einführung von Aktivmindestreserven

Die Einführung einer Aktivmindestreserve hätte verschiedene Effekte hinsichtlich ihrer Liquiditäts-, Zins- und strukturellen Wirkungen. Da bei jeder Kreditexpansion (unter Berücksichtigung der Kre-

dittlungen) in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes des Kreditzuwachses zusätzliche zinslose Einlagen bei der Notenbank zu unterhalten wären, würden die Kreditgeber versuchen, die hierdurch bedingten Zinsverluste über erhöhte Zinsforderungen bei den Neuausleihungen wieder auszugleichen. Gelingt ihnen dies nicht, d. h. reagieren die Kreditnachfrager zinsempfindlich und stellen die Verschuldung zurück, wird der beabsichtigte restriktive Effekt erreicht, wenn zugleich sichergestellt ist, daß ein Ausweichen auf ausländische Kreditmärkte keine Zinsvorteile bietet. Daraus folgt die Notwendigkeit einer sorgfältigen Abstimmung der Höhe des Bardepotsatzes mit dem Aktivmindestreservesatz.

In einer solchen Situation könnte der Zufluß von Zentralbankgeld zu den Geschäftsbanken wirkungsvoll gestoppt und das Liquiditätspotential der Banken quasi eingefroren werden. Der vor allem in der Hochkonjunktur und bei restriktiver Geldpolitik von den Banken praktizierte Aktivtausch würde eingeschränkt, wenn die Refinanzierung über den Verkauf von inländischen Geldmarktpapieren (Schatzwechsel, U-Schätze u. a.) und festverzinslichen Wertpapieren sowie die Inanspruchnahme unausgenutzter Rediskontkontingente und des Lombardkredits keine attraktiven Verwendungsmöglichkeiten bei der Kreditgewährung wegen heraufgesetzter Aktivmindestreservesätze eröffnete. Umgekehrt würde im wirtschaftlichen Abschwung die Rückbildung von Liquiditätsreserven und die damit mögliche spätere Durchkreuzung der Geldpolitik in der Restriktion erschwert, da eine Aktivmindestreserve sich ja auch auf den Zuwachs derartiger in- und ausländischer Geldmarkt- sowie Kapitalmarktanlagen erstreckte.

### Auswirkungen der Kreditmindestreserve

Erhebliche strukturelle Effekte hätte die Einführung einer Mindestreserve auf den Kreditzuwachs vor allem für solche Institute des Finanzsektors, die sich bisher — mindestreservefrei — überwiegend über den Geldmarkt (Interbankverschuldung, z. B. filiallose Privatbanken), über langfristige Beitrags- und Sparaufkommen (Versicherungen und Bausparkassen) sowie über Wertpapieremissionen (Hypothekenbanken) refinanzieren. Die aus der Anordnung einer Mindestreserve auf Kredite dieser Institutionen resultierenden Auswirkungen auf das gesamte Zinsgefüge mit nachfolgenden Effekten auf die Wohnungsbau- und Infrastrukturfinanzierung sind kaum abzusehen.

Beachtliche praktische Schwierigkeiten würden ferner bei der Abgrenzung und Erfassung des

<sup>3)</sup> H. Geiger: Die Position der Sparkassen in der Geldpolitik. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 23. Heft, 1972, S. 1078.

gesamten kreditgewährenden intermediären Bereichs auftreten, wozu auch die Kapitalanlagegesellschaften, die Finanzmakler und Kreditvermittler sowie der Sache nach auch das sog. Industrie-Clearing (Übernahme von bankähnlichen Funktionen in Großunternehmen) zählen. Gerade an diesem letzten Beispiel zeigt sich deutlich, daß mit der Einführung einer Mindestreserve auf Kredite strukturelle, vor allem Wettbewerbsverschiebungen auftreten können, die über den engeren Bereich der Kreditwirtschaft hinausgehen. Denn Großunternehmen hätten nicht nur die Möglichkeit, die Vorteile des Industrie-Clearing auszunutzen, sondern könnten sich auch beim Anleger direkt die benötigten Mittel beschaffen (Schuldscheindarlehen, Emissionen von Obligationen). Voraussetzung hierfür ist ein gewisses „standing“, über das mittlere und kleine Unternehmen im allgemeinen nicht verfügen.

#### Aspekte der Kreditplafondierung

Das Für und Wider einer Einführung der Kreditplafondierung, also der hoheitlich dekretierten starren Kreditbegrenzung, wurde schon seinerzeit

bei der Konzipierung des StabWG von 1967 auch literarisch ausführlich diskutiert. Hingewiesen sei deshalb lediglich auf die ordnungs- und wettbewerbspolitische Problematik (Zementierung der Marktanteile und Ausschaltung des Wettbewerbs in der Kreditwirtschaft) dieses Instruments und die zahlreichen praktischen Schwierigkeiten seiner Etablierung (Wahl des Stichtags, der adäquaten Berechnungsgrundlage u. ä.).

Lediglich ein, in diesem Zusammenhang bislang stark vernachlässigter Aspekt soll im folgenden etwas näher betrachtet werden, nämlich die regelmäßig anzutreffende mechanische Gleichsetzung einer Kreditexpansion mit einer Geldmengenerhöhung. Diese Tendenz äußert sich, wie bereits einführend erwähnt, auch in den vor allem auf die Beeinflussung des Kreditpotentials gerichteten derzeitigen Reformbestrebungen. Da eine rigoros praktizierte Mindestreserverpolitik auf Kreditzuwächse (im Extremfall bis zu 100%) de facto ebenfalls auf Limitierung der Kreditexpansion hinauslaufen kann, gelten die folgenden Überlegungen sowohl für die Kreditplafondierung als auch für die Aktivmindestreserve.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

## HWWA-STUDIEN ZUR EXPORTFÖRDERUNG

Herausgegeben von Wolfgang Michalski

Dieter Stentzel

### FRANKREICH

Die vorliegende Studie analysiert anhand umfassenden empirischen Materials, ob und in welchem Maße die Exportförderung zum Wachstum der französischen Wirtschaft und zum Zahlungsbilanzausgleich beigetragen hat. Neben der Analyse der Zusammenarbeit staatlicher, halbstaatlicher und privater Organisationen wird den einzelnen Maßnahmen der Exportförderung breiter Raum gewidmet. Dies gilt sowohl für die klassischen Maßnahmen in Form von Information und Werbung als auch für die Exportversicherung, die Exportfinanzierung und die steuerlichen Maßnahmen.

Großoktav, 159 Seiten, 1972, brosch. DM 42,60

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

### Kreditexpansion und Geldvolumen

Da ein Kreditzuwachs – für sich allein genommen – die Geldmenge erhöht, liegt es durchaus nahe, über das Vehikel der Aktivmindestreserve oder die Kreditplafondierung das Geldvolumen zu begrenzen. Diese Betrachtungsweise erfolgt jedoch „ceteris paribus“:

Die Entwicklung des Geldvolumens in einer Periode ist Resultante zahlreicher verschiedenartiger Transaktionen. Die wichtigsten, die Geldmenge einer Volkswirtschaft erhöhenden Faktoren sind die inländische Kreditgewährung und der Nettozuwachs an Auslandsforderungen der Banken. Verringerungen des Geldvolumens ergeben sich insbesondere aus der Zunahme der längerfristigen Geldkapitalbildung und der Erhöhung der Zentralbank-Guthaben der öffentlichen Haushalte.

Erst ex post kann festgestellt werden, wie sich das Geldvolumen einer Volkswirtschaft durch das Zusammenwirken aller dieser Einflüsse verändert hat. Die Fixierung der Aktivmindestreserve und des Kreditplafonds erfolgt aber ex ante, d. h. in einem Augenblick, in dem noch nicht abgesehen werden kann, zu welchem Resultat die verschiedenen, das Geldvolumen beeinflussenden Transaktionen führen werden.

Das Ergebnis der durch die genannten Maßnahmen verschärften und auch tatsächlich kreditbremsenden Restriktionspolitik kann sein, daß hierdurch bislang unerwünschte Wachstumsraten des Geldvolumens auf ein angestrebtes „normales“ Maß zurückgeführt werden. Das Ergebnis kann aber auch unbeabsichtigte Wirkungen zeitigen, wenn die geldpolitische Restriktion z. B. mit einer Zunahme der längerfristigen Geldkapitalbildung, mit einer Erhöhung der Zentralbank-Guthaben der öffentlichen Haushalte oder mit einem spontanen Devisenabfluß zeitlich zusammenfällt, was sich in den meisten Fällen einer exakten Prognose entzieht. Die mögliche Folge wäre, daß die Wachstumsrate des Geldvolumens oder sogar die Geldmenge absolut in einem stabilisierungspolitisch nicht erwünschten Maße reduziert wird, mit den daraus resultierenden over-kill-Gefahren.

Freilich wird man diese Gefahr speziell für die Bundesrepublik solange gering veranschlagen müssen, als die DM bevorzugte Zufluchtswährung für vagabundierende Auslandsgelder bleibt und beachtliche Überschüsse der Leistungsbilanz erzielt werden. Aber wenn diese Quellen des inländischen Geldvolumens einmal versiegen sollten, wird man die Instrumente der Aktivmindestreserve und der Kreditplafondierung sehr vorsichtig handhaben müssen. Dann nämlich wird die heute mehr oder weniger isoliert und mechanisch erfolgende

Gleichsetzung einer Kreditexpansion mit einer Geldmengenerhöhung insgesamt differenzierteren Erwägungen Platz machen müssen, um das Geldvolumen in der stabilisierungspolitisch gebotenen Höhe zu kontrollieren. Wenn auch die Wirtschaft und das Bankensystem gerade hinsichtlich restriktiver geldpolitischer Maßnahmen ausgesprochen flexibel zu reagieren pflegen, dürfte doch diese Flexibilität – sprich: Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes – nicht unendlich groß sein.

### Konjunkturelle Deutung von Kreditexpansionen

Eine weitere, in diesem Zusammenhang wichtige Frage, auf die vor allem Stützel<sup>4)</sup> nachdrücklich hingewiesen hat, lautet: Sind Erhöhungen des Kreditvolumens ein eindeutiges Indiz für konjunkturelle Auftriebskräfte, d. h. für Ausgaben- bzw. Nachfragesteigerungen (und umgekehrt)? Zunächst werden vielfach Kredite neu aufgenommen, um „Abschwächungen im Eingang von Erlösen aufzufangen“ (W. Stützel), was ganz sicherlich nicht auf eine konjunkturell bedingte Ausgaben- und Nachfrageerhöhung, sondern vielmehr auf eine rückläufige Umsatzentwicklung hindeutet. Zweitens kann zwar eine Erhöhung des Volumens der ausstehenden Kredite nur dann stattfinden, wenn die Neuausleihungen in einer Periode größer sind als die Kreditrückzahlungen. Indessen läßt dieser Umstand noch keine zwingende konjunkturpolitische Schlußfolgerung zu. Denn eine Kreditexpansion kann z. B. allein darauf beruhen, daß sich bei gleichzeitigem Rückgang der Wachstumsraten der Neukredite die Kreditrückzahlungen noch stärker abschwächen („Signal für ein tendenzielles Einfrieren der Kredite, für einen tendenziellen Rückgang der monetären Umsätze“; W. Stützel). Dies gilt analog natürlich auch für den umgekehrten Fall eines rückläufigen Kreditvolumens.

Schließlich sollten Erhöhungen des Kreditvolumens insoweit nicht als Indiz für eine allgemeine Nachfrageexpansion gewertet werden, als sie antizipativen Charakter haben (Aufnahme von „Vorrats“-Krediten in Erwartung weiter steigender Zinssätze aufgrund einer verschärften Restriktionspolitik). Diese Beispiele zeigen, daß in vielen Fällen die simple Gleichsetzung von Kreditexpansion und Nachfrageexpansion nicht gerechtfertigt ist. Die konjunkturpolitische Interpretation von Veränderungen des Kreditvolumens bedarf daher einer sorgfältigen Diagnose hinsichtlich ihrer Struktur und Motivation, um zu einer adäquaten monetären Politik zu gelangen.

<sup>4)</sup> Vgl. W. Stützel: Ist die schleichende Inflation durch monetäre Maßnahmen zu beeinflussen? In: Konjunkturpolitik, H. 7, 1960, S. 16 ff.