

ALMAN PARA VE BANKA POLİTİKASININ ÖZELLİKLERİ

Yazan: Prof. Dr. R. Stucken

Tercüme eden: Doçent Dr. Avni Zarakolu

Alman Federal Cumhuriyetinin birkaç seneden beri döviz siyaseti bakımından fevkalâde müsait bir durum içinde bulunması ecnebi memleketlerde bile dikkati çekmektedir. Alman emisyon bankası, die Bank Deutscher Laender, Alman ihracatının ithalatından fazla olması sayesinde muazzam altın ve döviz ihtiyatı teşkil etmeğe muvaffak olmuştur. Bankanın altın ve döviz mevcudu 2,5 milyar Amerikan doları tutarında 11 milyar Alman markına balığ olmaktadır. Bu miktar daha büyük nüfusa ve araziye sahip olan eski Alman Devleti zamanında malik bulunulan en yüksek miktarın üstündedir. Ve 2,5 milyar doların 1,8 milyarı altın ve dolar alacağından, yuvarlak hesap 700 milyon dolar bakiyesi de Almanyanın, Avrupa Tediye Birliğine karşı alacağından ve iki taraflı tediye münasebetlerinden mütevellit alacaklardan terekküp etmektedir. Yani, mevcut döviz ihtiyatının ancak küçük bir kısmı (100 milyon dolar) münferit memleketlere karşı kullanılmakta olup, büyük kısmı çok taraflı, yani birden ziyade veya bütün memleketlere karşı tediyelerde kullanılabilir nevidendir. Federal Cumhuriyetin beynelmilel tediyelerdeki durumu fevkalâde sağlamdır.

Bu nisbeten müsait durumun elde edilmesine hangi âmiller sebep olmuştur? Evveleminde, bir çok memleketlerde devletin para ve sermaye piyasalarına, tedavül hacminin dar tutulmasına mani olacak şekildeki müracaatları düşünüldüğü zaman, Alman para ve banka politikasının ilk hususiyeti ortaya çıkar: Filhakika, son senelerde devlet Alman Merkez Bankası sisteminden mütalebatta bulunmamıştır. Merkez Bankası sistemi devlete zikre değer herhangi bir kredi vermek zorunda kalmadığı gibi, devlet tahvilâtının ucuz bir şekilde ihracını mümkün kılmak veya devlet senetlerinin kurlarını muayyen bir seviyede tutmak vazifesi bile bankaya tahmil edilmemiştir. Binaenaleyh Alman Memleketler Bankası kredisinin tanziminde devlet maliyesinin ihtiyaçları değil, iktisadi düşünceler hakim olmuştur. Devletin bu husustaki hareket tarzı malî bakımdan da doğrudur. Çünkü iktisadi konjonktürü yüksek bir seviyede stabilize etmek işi bu sayede muvaffak olarak, devlet gelirlerinin artmasına amil olmuştur. Çünkü iktisadî hayat ne kadar iyi gelişirse, devlet malların tedavülünden ve gelirden o kadar fazla vergi te-

min edebilir. Hattâ diğer bir bakımdan devlet bütçesinin durumu altın ve döviz terakümünü de teşvik etmiştir: Federal Cumhuriyetin, milyarlar tutarında gelir fazlası temin etmeğe muvaffak olarak, bu ihtiyat paraları Merkez Bankasında tutması, fazla ihracattan mütevellit döviz satın almak suretiyle, mevduat bankalarının merkez bankasındaki matlubatının artmasına mani olmuştur. Devlet bütçesinde varidat fazlası, bilhassa ilerde kurulması mutasavver millî savunma kuvvetleri için Federal Cumhuriyet tarafından bütçeye konulan ve İşgal Kuvvetleri tarafından tamamen kullanılmıyarak, şimdilik Federal Cumhuriyete terk edilen tahsisattan meydana gelmektedir. Devlet bütçesinde varidatın masraflardan fazla olması, geçen zaman zarfında defilasyon tesiri meydana getirerek, ihracat fazlasından ve merkez bankasının döviz ihtiyatlarının artmasından meydana gelen enflasyon tesirini büyük mikyasta telâfi etmiştir. Belki, devlet bütçesinin bu suretle döviz ihtiyatlarının artırılmasını mümkün kılması ve kolaylaştırması zamanı geçmek üzeredir ve hattâ geçmiştir. Zira işgal kuvvetleri şimdiye kadar talep etmedikleri "İşgal kuvvetleri masraflarına yardım tahsisatına" bu defa el koymak istiyorlar. Bundan başka, Federasyonun yekûn masrafları Almanyanın yeniden ordu teşkil etmesiyle şimdiye kadar olan seviyesini aşacaktır. İhracatın ithalâttan fazla olmasının devam etmemesi de mümkündür. Fakat her şeye rağmen Federal Cumhuriyet bu yeni duruma büyük bir döviz ihtiyatı ile girmekte ve durum. Alman Memleketler Bankasının para yaratılmasına hakim olacağı kanaatini kuvvetlendirmektedir. Çünkü, mevduat bankalarının, yani emisyon imtiyazına sahip olmayan bankaların ikrazatının vüsati üzerinde emisyon bankasının hakimiyeti kısa vadeli devlet borç kâğıtlarının bilhassa hazine bonolarından mütevellit senedat cüzdanlarının büyük olduğu zaman tehlikeye girer. Meselâ bu hal İngilterede mevcuttur. Orada kısa vadeli kredi muameleleri ile meşgul olan Clearings Banks tabir edilen bankaların devlet borç kâğıtlarından mürekkep portföyleri takriben bir milyar Sterline baliğ olmaktadır. Clearing Banks her zaman, hattâ emisyon bankasının arzusu hilâfına da olsa, vadesi gelen hazine bonolarının tecdidi yoluna gitmiyerek, tediyelerini talep etmek suretiyle emisyon bankası nezdinde matlub teşkil edebilirler. Bu sebeple İngiltere Bankası, emisyon bankasının mutad vasıtaları ile - İskonto politikası ve İngiltere Bankası tarafından tercihan kullanılan açık piyasa muameleleri vasıtasıyla - hakim olmak imkânına sahip değildir. Bilâkis ikna (persuasion) yoluna müracaat zaruretinde kalmaktadır ve banka, Clearing Bankaları'nın idarecilerini, ikna edebildiği, yani bu bankalar, İngiltere Bankası lüzumlu gördüğü zaman, ikrazlarını daraltarak İngiltere Bankası'nın arzusuna uydukları için tedavül hacmini istenilen hudutlar içinde tutabilmektedirler. 1938 de görüldüğü gibi, müşabih bir durum içinde Almanya'da persuasion

(ikna) yolu ile aynı muvaffakiyeti temin etmek güçtür. O zaman Reichsbank umum müdürü Schacht tam istihdam seviyesine ulaşıldığı, hattâ geçildiği için para yaratılmasını durdurmak istiyordu. Fakat mevduat bankaları, likiditelerinin icap ettirdiğinden daha fazla Mefo poliçesi namı altında kısa vadeli devlet borç kâğıtlarından mürekkep muazzam portföylere sahiptiler. Schacht'ın istediğini takip etmediler. Kredilerini genişletmeğe devam ettiler. Neticede para akımı ile mal akımı arasında nisbetsizlik gittikçe arttı ve fiyatların yükselmesinin önüne gittikçe şiddetini artıran kontrol sayesinde geçilebildi. Almanya daha İkinci Dünya Harbi'nin başlamasından evvel devlet kontrolünün pek fazla arttığı bir ekonomi sistemi (Zwangswirtschaft) içine girmişti. Binaenaleyh, Federal Cumhuriyet dahilinde mevduat bankaları emisyon bankasının arzuna ihtiyarî olarak uymağa alışık değildir. Bu sebeple Persuasion (ikna) yolunun muvaffakiyeti şüphelidir. Esasen hali hazır için böyle bir ikna yoluna lüzum da yoktur. Bilâkis mevduat bankalarının elinde büyük mikyasta kısa vadeli devlet borç kâğıtlarının bulunmayışı, emisyon bankasının mutad vasıtalarla tedavül hacmini tanzimine imkân vermektedir.

Bu vasıtalar nasıl bir veçhe taşımaktadır? Alman Memleketler Bankası emisyon siyasetinin bütün mutad vasıtalarını kullanmak hakkına sahiptir. Başta iskonto politikası gelir. Yani merkez bankası sisteminin poliçe mübayaası suretiyle ikraz şartlarını tanzim etmesi, saniyen menkul kıymetler mukabili yapılan avans siyaseti, salisen açık piyasa siyaseti, yani menkul kıymet alım satımı, menkul kıymet portföyünü arttırmak veya azaltmak suretiyle mevduat bankalarının emisyon bankası nezdindeki matluplarına tesir edilmesi, rabian mevduat bankalarının merkez bankası idare meclisi tarafından tesbit edilen değişik hadler dahilinde asgari ihtiyat bulundurmak mecburiyeti. Asgari ihtiyat bulundurmak mecburiyetinin mahiyeti şöyledir: 1931 banka krizini müteakiben 1933 senesinde emisyon ve mevduat bankalarına dair mevcut ahkâm gözden geçirildi. Evvelâ 1933 de bir banka anketi yapıldı. Bu ankete ben de daimî mütehassıs olarak iştirak ettim. O zaman bu ankette emisyon bankasına, mevduat bankalarından mevduatlarının muayyen bir yüzdesini emisyon bankasına tevdi etmelerini talep etmek hakkının verilmesini teklif ettim. Teklifimde bu yüzdenin Amerika Birleşik Devletlerinde ve diğer memleketlerde olduğu gibi sabit kalmıyarak, emisyon bankasının muayyen hadler dahilinde değiştirilebilmesi esasının kabulünü ileri sürdüm. Bilâhare 1934 de neşredilen kredi kanunu ile böyle bir tanzim şekli kabul edildi. Bu kanunun 16 ncı paragrafında, benim teklifimden farklı olarak asgari ihtiyat haddini tesbit selâhiyeti bizzat emisyon bankasının bir organına değil, merkez bankasının nüfuzu altında olan Kredi Konhrol Dairesi'ne verildi. Fakat bu hüküm Almanyanın mağlûbiyetine ve 1948 para reformuna kadar kullanılmadı. 1948 de, Amerika Birleşik

Devletlerinde mütehavvil asgarî ihtiyat haddinden iyi neticeler elde edildiği bir sırada, mevduat bankalarının tabi bulunduğu asgarî ihtiyat haddinin tesbiti hakkı Alman Memleketler Bankasına intikal etti ve Federal Cumhuriyet dahilinde de kullanılmaya başlandı. Asgarî ihtiyat bulundurmanın tesiri şöyledir : Mevduat bankaları asgarî ihtiyat haddini yükseltmek suretiyle emisyon bankasında daha yüksek matlup bulundurmağa icbar edildiği takdirde, kredilerini daraltmak mecburiyetinde kalırlar; bilâkis asgarî ihtiyat haddi düşürüldüğü takdirde, emisyon bankasındaki fazla matlupları üzerinde serbestçe tasarruf edebileceklerinden, ikrazlarını artırabilirler. Asgarî ihtiyat bulundurma mecburiyeti ekseriya iskonto politikası ile beraber tatbik edilir: Asgarî ihtiyat haddinin yükseltilmesi, ikraza güçleştirmek amacı ile iskonto haddinin yükseltilmesi ile birlikte tatbik edilir. Asgarî ihtiyat haddinin düşürülmesi, krediyi kolaylaştırmak maksadiyle iskonto haddinin düşürülmesiyle birlikte tatbik edilir. Bunun yanında açık piyasa siyaseti, menkul kıymetlerin alım ve satımı nadiren veya zayıf bir şekilde kullanılır.

Fakat bu izahat Merkez Bankası siyasetini tam olarak tecessüm ettirememektedir. Mevduat bankaları tarafından talep edilen emisyon bankası kredisinin miktarı sadece faiz haddi ile tanzim edilmeyip, her şeyden evvel Merkez Bankası tarafından piyasa dışı bir vasıta olan kredi rasyonmanına müracaat olunmaktadır. Mutad olarak, kredi talebinin faiz haddi sayesinde merkez bankası tarafından istenilen hudutlar dahilinde tutulduğu ileri sürülür. Gerçekten, Almanya Federal Cumhuriyetinin aksine olarak, bir çok memleketlerde durum böyledir. Federal Almanya Cumhuriyetinde ise her banka bir kontenjana maliktir. Bu kontenjan dahilinde merkez bankasından kredi alabilir ve bu kontenjan faiz haddinden daha tesirlidir. Şimdi artık Federal Cumhuriyet emisyon bankası politikasının muhtelif vasıtalarının müsterek tesirlerini tasavvur edebiliriz: Asgarî ihtiyat haddinin tesbiti sayesinde mevduat bankaları muayyen yükseklikte ihtiyat, yani emisyon bankasında matlup bulundurmağa icbar olunmaktadır. Bankalar esas itibariyle mecbur tutuldukları bu asgarî ihtiyatı merkez bankasından kredi almak suretiyle, hususiyle portföylerindeki ticari senetleri mükerrer iskontoya arz etmek suretiyle temin edebilirlerse de, bu kendilerine tahsis edilen kontenjan ile mahduttur. Yani emisyon bankasından alacakları kredi kontenjanını geçemez. Emisyon bankasından menkul kıymet mukabili avans almaları veya mümasil kredi yollarına baş vurmaları imkânı da fazla bir yardım temin etmez. Avans kısa bir vade için verilir ve tekrar ödenmesi icabeder. Böylece Alman Memleketler Bankası, mevduat bankalarının ikrazatını arzu edilen hudutlar dahilinde tutmak için son derece kuvvetli vasıtalara sahiptir.

Emisyon bankasının, tedavül hacmini kredi kontrolüne yarıyan muhtelif vasıtalar arasında mühim bir rol oynayan kontenjan sistemine bağlı olarak, Alman para ve banka politikasının diğer bir hususiyetine işaret edelim: Faiz haddine anglo-sakson teori ve tatbikatında haiz olduğu mevki Federal Cumhuriyet dahilinde tanınmamıştır. Ben sadece, yatırım miktarının faiz haddi ile sermayenin marjinal müstahsiliyetine göre, istihdam seviyesinin, faiz haddi, sermayenin marjinal müstahsiliyeti ve istihlâk temayülüne göre taayyün ettiğini izah eden John Maynard Keynes'in teorisini hatırlatmak isterim. Filhakika eğer faiz haddi yatırım miktarı için zikredilen ehemmiyeti haizse, kredi talebinin kredi rasyonmanı şeklinde piyasa dışı diğer bir vasıta ile değil, faiz haddi ile tahdit edilmesi gerekirdi. Kredi talebinin faiz haddi ile tahdit edildiğini söylediğimiz vakit, tesbit edilen faizi ödemeğe razı olmıyan kimselerin kredi talebinin dışında kaldığını, ödemeğe razı olan ve kâfi teminatı olanların ise kredi aldığını düşünürüz. Fakat kredi rasyonmanı mevcut olduğu takdirde, bu hal, mevcut faiz haddi ile kredi talep edenler arasında sadece bir ön seçim yapıldığını, bunu aşan bir ayırmanın kredi rasyonmanı ile meydana geldiğini ifade eder. Keynes'e nazaran faiz haddinin yatırım miktarı bakımından oynaması lâzım gelen rolü burada kredi rasyonmanı oynamaktadır. Federal Cumhuriyette bankalar tarafından şimdi devamlı olarak kredi rasyonmanı tatbik ediliyor. Gerçi, kredi teknik bakımdan emisyon bankasının ve kredi bankalarının uygun bir şekilde müşterek hareketi halinde istenildiği kadar genişletilebilir. Fakat bankaların tavru hareketi neticesinde ve emisyon bankasını idare eden iktisadî politikanın hedeflerine göre ekseriya kredi genişlemesi tahdit edilmektedir. Faiz haddi devamlı bir şekilde, kredi arz ve talebini muvazenede tutabilecek şekilde değiştirilmez, bilâkis faiz haddi aylarca sabit tutulur. Bu hal, ikrazat miktarının faiz haddinden başka vasıtalarla tanzimini zorlamaktadır. Fakat Almanyada senelerden beri faizin piyasaya uygun bir hadde tesbit edilmediği karakteristik bir olaydır. Ekseriya arz ve talebin muvazenesi için lüzumlu olduğundan daha düşük tesbit edilmektedir. Bu, bankadan şeklen kısa vadeli kredi alıp, fakat alınan krediyi kısa vade içinde ödemek durumunda olmıyanlar, aldıkları kredinin, ne kadar fazla faiz öderlerse, o derece itfasında müşkülâta maruz kalanlar nazarı itibara alınarak yapılmaktadır. Daha önce işaret edildiği gibi, kredi rasyonmanı emisyon bankası tarafından tatbik edilir. Fakat emisyon bankası, nezdinde kontenjana malik olan ve ticari senetleri mükerrer iskontoaya arz ederek, emisyon bankasından kredi talep ederken, muayyen kontenjanı aşmaması lâzım gelenler sadece mevduat bankaları değildir. Emisyon bankasından doğrudan doğruya kredi alabilen amme hükmî şahısları, hususiyle devlet de bir kontenjana, mukayyed bulunduğu bir kredi platfonu'na tabidir. Miktarın tahdidi emisyon

hakkına malik olmıyan mevduat bankalarında devam eder. Sanayi ve ticarî firmaların mevduat bankalarından aldıkları krediye tatbik edilen belli başlı faiz hadleri yüksek makam tarafından, yani bankaları kontrol dairelerince tanzim edilir ve bunlar ekseriya piyasaya uygun bir yükseklikte değildir. Böylece banka direktörü müşterisine verdiği krediyi kısmen millî iktisat siyaseti noktai nazarından kısmen bizzat kendi ticari menfaatleri bakımından rasyonmana tabi tutar. Bizde banka müdürü buna alışıktır ve ekseriya bir iş adamı olarak rasyonman tatbik ettiğinin farkında bile değildir. Her hangi bir sebeple, meselâ bir bankanın, ihracat fazlasından dolayı emisyon bankasındaki matlubu arttığı için mevduat yaratma sahası genişlerse, banka direktörü kredi rasyonmanını gevşetir, fazla kredi vermeğe razı olur ve ikrazat, o ana kadar rasyonmanla tahdit edilmiş bulunuyorsa mukaddema faiz haddinin düşürülmesine hacet kalmadan daha fazla kredi alınabilir. Binaenaleyh, Keynes'in ölçü olarak aldığı unsurlarda bir değişiklik olmadan daha büyük bir yatırım ve istihdam seviyesine gidilebilir. Almanyanın bu durumuna uygun olarak ben konjonktür teorimde, bilhassa 1932 de neşrolunan "İktisadî Hayatta Konjonktür" isimli kitabımda hiç bir zaman faize, 1930 senelerinde Avusturya Mektebinin konjonktür araştırmaları veya Keynes tarafından verilen ehemmiyeti atfetmedim. Çok defa mevduat yaratma sahasını ve onun kullanma derecesini neyin tayin ettiğini araştırdım ve konjonktüre tesir eden bir çok amiller ortaya çıkardım. Böyle bir ilmî görüş, konjonktür cereyanını ve istihdam seviyesini üç veya dört âmile hamletmek istiyen diğer bir görüşten daha az elegandır. Fakat benim görüşümün diğer görüşlerden çok daha hakikate yakın olduğunu ve bilhassa konjonktür araştırma enstitülerinin istidlalleri bakımından çok daha iyi ip uçları verdiği iddia edebilirim. Tabiatıyla diğer memleketlerde, meselâ anglo-sakson memleketlerinde kredi rasyonmanı Almanya'daki gibi bir rol oynamaz ve faiz haddine merkezi bir yer veren bir teori bu gibi memleketlerde Almanyadan daha fazla hakikate yaklaşır. Fakat unutmamamız icabeder ki, böyle bir teorinin tatbiki şüpheli bir başlangıç olur ve bizim gerçeklerimize uygun bir teoriyi ısrarla kurmak en önde gelen vazifemizdir.

Şimdi Almanyada para ve kredi durumunun anglo-sakson memleketlerinin gerçeklerine uymıyan ve bizim gerçeğimizi anglo-sakson teori modelinden ayıran diğer bir mühim mesele üzerinde durmak istiyorum. Bankaların hareket tarzı ve emisyon bankaları ile maksada uygun bir şekilde iş birliği yapmaları sayesinde kredi hacminin hiç olmazsa teknik bakımdan istenildiği kadar artırılabilceğine, yani kredi arzının teknik bakımdan istenildiği kadar genişletilebileceğine daha evvel işaret etmiş bulunuyorum. Modern kredi nazariyesini klâsik görüşten ayıran husus kredi genişlemesi imkânını nazarı itibara almasıdır. Klâsik görü-

şe göre kredi arzı iktisat süjelerinin tasarrufu ile mahduttur ve kredi arzı ile talebi arasındaki muvazene faiz haddi vasıtasıyla temin edilir. Modern teori kredi arzının bu şekilde önceden meydana gelen tasarrufla tahdidini kabul etmemektedir. Zira kredi arzı mevduat yaratmak suretiyle genişletilebilir. Filhakika klâsik görüş kredi sahasında yeni tezahürleri izah etmeğe kâfi değildir. Halbuki bu tezahürleri görmek için sadece harp finansmanını düşünmek kâfidir: Harp finansmanında, iktisadî hayatta meydana getireceği kötü tesirler bir tarafa, muazzam miktarda mevduat yaratılabileceği anlaşılmıştır. Binaenaleyh klâsik görüş hadiselere uymamaktadır. Fakat acaba bu hal bütün kredi neveleri için cari midir? Yoksa, arzın daha önce meydana gelmiş tasarruf faaliyeti ile tahdit edildiği kredi neveleri var mıdır? Kredi talebi denilince, nasıl olursa olsun, umumi olarak kredi değil, bilâkis muayyen bir şekildeki kredi, uzun, orta veya kısa vadeli gibi, muayyen vadeye bağlı kredileri düşünmemiz gerekir. Meselâ Almanyada mesken inşaatında 10 ilâ 50 sene vadeli kredi kullanılmaktadır. Kısa vadeli kredi ile bu sahada yatırım mümkün değildir. Acaba uzun vadeli krediler bankaların mevduat yaratmaları suretiyle daha önce yapılmış tasarruf faaliyetinin üzerine çıkarılabilir mi? Filhakika, yarattıkları mevduatın kısa vadeli olmasına rağmen, emisyon bankaları ve mevduat bankaları doğrudan doğruya uzun vadeli kredi vermeğe veya uzun vadeli menkul kıymetleri portföylerine almağa razı oldukları takdirde, böyle bir imkân mevcuttur. Meselâ Amerika Birleşik Devletlerinde bu hal büyük ölçüde caridir. Federal Reserve Banks esas itibariyle uzun vadeli menkul kıymet satın almak suretiyle emisyon bankasında matlup yaratırlar ve mevduatlarının % 80 i vadesiz mevduattan ibaret olan ticaret bankaları "Commercial Banks" (Amerika Birleşik Devletleri'nin kısa vadeli kredi muamelesi yapan bankaları) ekseriya kısa vadeli krediden daha fazla uzun vadeli kredi açmakta ve uzun vadeli kıymetli senetlerden portföy teşkil etmektedirler. İşte burada uzun vadeli ikrazatla ilgili olarak büyük çapta kısa vadeli mevduat yaratılmaktadır. Böyle olması iyidir. Zira bankaların bu hareketi olmadan Amerika Birleşik Devletleri devamlı bir şekilde defilasyon tesirine maruz bulunurlar, yani daimi surette tam istihdam seviyesinin aşağısında bir muvazeneden ıztırap çekerler. Nitekim bu gibi zengin memleketlerde mecmu yatırım, sadece, nakit veya banka hesabı halinde para iddiharı yüzünden azalan satınalma gücünü kâfi bir seviyede tutmağa kâfi olmamakla kalmak - KEYNESin görüp öğrettiği budur - satın alma gücünü muayyen bir seviyede tutmak için mecmu yatırım içinde kısa vadeli kredi talebi de kâfi değildir. Buna mukabil uzun vadeli kredi talebi çok defa uzun vadeli ucuz kredi arzı ile genişletilebilir. Çünkü uzun vadeli krediye ihtiyaç gösteren yatırımlar, kısa vadeli kredi ile gerçekleştirilmesi kabil olan yatırımlardan daha fazla faize

karşı reaksiyon gösterir. - İngilterede de Amerika Birleşik Devletlerindeki ticaret bankaları derecesinde olmasa bile, Clearing Banks tabir edilen kısa vadeli pasif muameleler yapan Bankalar büyük çapta uzun vadeli kıymetli kâğıtlardan portföy teşkil ederler.

Alman bankalarında durum aksinedir. Emisyon bankası olan Alman Memleketler Bankası, hiç bir zaman para yaratmak gayesi ile uzun vadeli kıymetli senetlerden portföy teşkil etmeğe temayül göstermez. Tıpkı selefi Reichsbank gibi, o da açık piyasa muamelesi yapmak hakkını istimal etmemektedir. Alman emisyon bankasının kuruluşundan beri iskonto muamelesine bağlı kaldığı söylenebilir. Senedat cüzdanını daimi surette ticari senetlerden teşkil eder. Uzun vadeli kıymetli senetler satın almak suretiyle kredi bankalarına hiç bir zaman emisyon bankasından matlup teşkili imkânını vermez. Mevduat bankaları kaideten sadece uzun vadeli mevduatları olduğu veya kendilerine diğer bir suretle uzun vadeli tevdi edilen vasıtalar bulunduğu takdirde doğrudan uzun vadeli kredi vermeğe veya uzun vadeli senet satın almağa amadedirler. Binaenaleyh doğrudan uzun vadeli krediler ve uzun vadeli kıymetli senetler vadesiz veya kısa vadeli tevdiata değil, uzun vadeli mükellefiyetlere tekabül etmektedir. Uzun vadeli tasarruf mevduatı da buna dahil edilebilir. Filhakika, Federal Cumhuriyette uzun vadeli kredi arzı muayyen bir şekilde tamamen daha evvelki bir tasarruf faaliyetine bağlıdır ve kredi piyasasının bu kısmı klâsik görüşe uygun bir şekilde cereyan etmektedir. Modern teorinin burada bir aktüalitesi yoktur. Federal Cumhuriyet dahilinde ikiye bölünmüş bir kredi piyasası mevcuttur. Kısa vadeli kredi piyasasının yanında uzun vadeli kredi piyasası ayrı bir piyasadır. Mutaden her iki piyasa muhtelif menbalardan beslenirler. Diğer memleketlerde de böyle bir ayrılma temayülü görülmektedir. Fakat anglo-sakson memleketlerinde bu ayrılma bankaların hattı hareketi ile geniş ölçüde bertaraf edilmiştir.

Bankaların mütekabil hareketi ile bertaraf edilen "kredi piyasasının ikiye ayrılması hadisesinden" ne gibi neticelerin çıkarılması lâzım geldiği sualine gelince, ilk önce istihdamı artırmak ve teşebbüsler için konjonktürü iyileştirmek maksadı ile devletin açık bütçe siyasetini "Defizitspending" uygun gören görüşü hatırlatmak isterim. Fakat, Federal Cumhuriyet dahilinde olduğu gibi, kredi piyasası ikiye ayrılmış ise, bu görüş ancak özel bir finansman şekli halinde cari olabilir. Buna mukabil, bütçe açığı uzun vadeli devlet istikrazları ile kapatılırsa cari olmaz. Çünkü devlet uzun vadeli işlerde kullanmak üzere istikraz yaptığı zaman, bu paranın iktisadi hayatın hususi sektöründe başka türlü kullanılmasına - meselâ mesken inşaatında harcanmasına mani olmaktadır. Yani devletin artan masrafları hususi sektörün yatırımları hesabına cereyan et-

mektedir. Böyle bir harcamanın istihdam seviyesine ve konjonktür üzerine tesiri sıfırdır. Amerika Birleşik Devletlerinde durum başkadır. Çünkü orada para yaratmak suretiyle uzun vadeli krediyi genişletebilmek mümkündür. Yani, zikredilen görüş umumi olarak, ancak Federal Cumhuriyet gibi kredi piyasasının ikiye ayrılmadığı memleketlerde caridir. Ve ben senelerden beri Federal Cumhuriyet dahilinde bir Defizitspending'in (açık siyasetinin) kaideten hiç lüzumlu olmadığını, bilâkis bankaların merkez bankası sistemine girmeleri suretiyle menkul kıymet satın almağa başlamaları ve kuvvetli bir menkul kıymet portföyü teşkil etmelerinin kifayet edeceği fikrini müdafaa ettim.

Federal Cumhuriyet dahilindeki bankalar, şimdiye kadar likidite siyaseti bakımından da lüzumlu telâkki ettikleri hattı hareketlerini iktisadî hayata zarar gelmeden şimdilik muhafaza edebilirler. Fakat bazı tezahürler, zengin memleketlerin karşılaştığı problemin Federal Cumhuriyette de belirmekte olduğunu göstermektedir. Yani kısa vadeli olarak âtil bırakılan banknot ve iddihar edilen nakit para şeklinde kaybolan satın alma gücünün kısa vadeli kredi talebi ile telâfi edilememek tehlikesi ortaya çıkmaktadır. Bu tezahür daha kuvvetli bir şekilde kendini gösterirse, Federal Cumhuriyet dahilindeki bankalar da hali hazır hareket tarzlarını terketmek zorunda kalırlar. Zira zengin memleketler diye tavsif ettiğimiz memleketlerin hareket tarzlarına uymamaları konjanktürün gerilemesine amil olabilir. Merkez Bankası sistemi ve mevduat bankaları mevzuubahs problemi, bu problemin halli için takip edilmesi lâzım gelen yolu takdir edecekler ve karşılıklı anlayışla duruma hakim olmak mecburiyetini duyacaklardır.

BESONDERHEITEN DER DEUTSCHEN GELD - UND BANKPOLITIK

von Dr. Rudolf STUCKEN

Es ist auch im Ausland viel beachtet worden, dass die Bundesrepublik Deutschland sich seit zwei bis drei Jahren devisenpolitisch in einer ausserordentlich günstigen Position befindet. Dank grosser Ausfuhrüberschüsse konnte das Notenemissionsinstiut, die Bank Deutscher Länder in Frankfurt, grosse Gold - und Devisenreserven anhäufen. Sie verfügt nun über rund 11 Milliarden Deutsche Mark an Gold und Devisenbeständen, das sind reichlich 2 1/2 Milliarden US-Dollars; das ist mehr, als das frühere Deutsche Reich mit seiner grösseren Bevölkerung und seinem grösseren Gebiet je besessen hat. Und von diesen 2 1/2 Milliarden Dollars bestehen gut 1,8 Milliarden aus Gold und aus Forderungen auf Dollars, der Rest von rund 700 Millionen Dollars aus Forderungen gegenüber der Europäischen Zahlungsunion und gegenüber solchen Ländern, mit denen die Bundesrepublik im bilateralen Verrechnungsverkehr steht; wenn auch nicht alle Devisenbestände "multilateral", d. h. gegenüber allen oder vielen Ländern, Verwendung finden können, so ist es doch nur ein kleiner Anteil an den gesamten Devisenreserven, nämlich 100 Millionen Dollars, der nur gegenüber einzelnen Ländern verwertet werden kann. Dieser Status lässt jedenfalls auf eine ausserordentliche Konsolidierung der Position der Bundesrepublik im internationalen Zahlungsverkehr schliessen.

Wie kann man es sich erklären, dass diese relativ günstige Lage sich entwickelt hat? Denken wir zunächst einmal daran, dass es in vielen Ländern die Ansprüche des Staates an den Geld - und Kapitalmarkt sind, die eine sinnvolle Knapphaltung der Geldschöpfung unmöglich machen, so kommen wir auf eine erste Besonderheit im Bereich der deutschen Geld - und Bankpolitik, nämlich: *das deutsche Zentralbanksystem ist in den letzten Jahren vom Staat kaum in Anspruch genommen worden.* Das Zentralbanksystem hat dem Staat keine nennenswerten Kredite geben müssen, und es war auch nicht mit der Verpflichtung belastet, dem Staat billige Emissionen von Wertpapieren zu ermöglichen oder den Kurs der Staatspapiere in bestimmter Höhe zu halten. Die Kreditgewährung der Bank Deutscher Länder hat also unter volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten geregelt werden können und brauchte nicht nach

staatsfinanziellen Gesichtspunkten ausgerichtet zu werden. Tatsächlich ist auch der Staat dabei gut gefahren; denn es ist so gelungen, die wirtschaftliche Konjunktur auf grosser Höhe zu stabilisieren, was dazu führte, dass die Steuereinnahmen reichlich flossen, da ja die Steuern vom Einkommen und vom Umsatz der Güter dem Staate um so mehr bringen, je besser das Wirtschaftsleben floriert. *Und die Lage des staatlichen Haushaltes hat noch in weiterer Beziehung die Ansammlung von Gold - und Devisenreserven gefördert*, nämlich dadurch, dass es der Bundesrepublik möglich war, für mehrere Milliarden Deutsche Mark Kassenreserven zu bilden; diese Kassenreserven der öffentlichen Hand werden beim Zentralbanksystem gehalten; im Zuge ihrer Ansammlung verlieren die Kreditbanken Zentralbankguthaben, während umgekehrt der Ankauf der Devisen, die bei einem Exportüberschuss anfallen, den Kreditbanken Zentralbankguthaben zuführt. Diese Kassenüberschüsse des öffentlichen Haushaltes kamen vor allem dadurch zustande, dass die Bundesrepublik bereits gewisse Beträge für den Aufbau der Wehrmacht, der aber noch hinausgeschoben wurde, im Etat vorgesehen hatte und dass die Besatzungsmächte die sogenannten Besatzungskostenbeiträge nicht in vollem Umfang in Anspruch nahmen, sondern der Bundesrepublik vorläufig belassen. Das Überwiegen der Einnahmen über die Ausgaben des öffentlichen Haushaltes hat in der zurückliegenden Zeit deflatorisch gewirkt, und so ist die inflatorische Wirkung, die vom Exportüberschuss und der Zunahme der Devisenreserven der Notenbank ausgeht, zu erheblichem Teil kompensiert worden. Vielleicht ist allerdings die Zeit, in der der öffentliche Haushalt die Ansammlung von Devisenreserven nicht nur gestattete, sondern sogar erleichterte, in Kürze vorüber. Denn die Besatzungsmächte wollen auf die bisher nicht in Anspruch genommenen Besatzungskostenbeiträge der Bundesrepublik zurückgreifen, und die Gesamtausgaben des Bundes werden ausserdem wohl durch die Kosten des Wehraufbaues über ihre bisherige Höhe hinausgetrieben werden; es ist nicht ausgeschlossen, dass dann auch das Überwiegen des Exportes gegenüber dem Import zu Ende gehen wird. Aber jedenfalls geht die Bundesrepublik ja mit grossen Devisenreserven in diese neue Lage hinein. Und die Lage ist so geartet, dass die Notenbank, die Bank Deutscher Länder, hoffen kann, die Herrschaft über die Geldshöpfung fest in der Hand zu behalten. Denn die Herrschaft der Notenbank über das *A u s m a s s* der Kreditgewährung der Kreditbanken, d. h. der Banken ohne Notenausgaberecht, ist immer dann gefährdet, wenn die Kreditbanken einen grossen Bestand an kurzfristigen Staatsschuldtiteln, insbesondere Schatzwechseln, in ihrem Portefeuille haben. Das ist beispielsweise in England der Fall, wo

die sogenannten Clearingbanks, die Banken des kurzfristigen Geschäftes, über etwa 1 Milliarde englische Pfund kurzfristiger englischer Staatsschuldtitel verfügen; die Clearingbanks können sich jederzeit, auch gegen den Willen der Notenbank, Guthaben bei der Notenbank beschaffen, indem sie fällig werdende Staatsschuldtitel nicht erneuern, sondern sich auszahlen lassen; die Bank von England beherrscht infolgedessen die Lage gar nicht mit den gewöhnlichen Mitteln der Notenbankpolitik - der Diskontpolitik und der von ihr vornehmlich angewandten Offenmarktpolitik, - sondern sie ist angewiesen auf Überredung, "persuasion", und sie kann nur deshalb die Geldschöpfung in den richtigen Grenzen halten, weil die Leiter der Clearingbanks sich überreden lassen, d. h. dem Wunsche der Bank von England nachkommen, mit ihrer Kreditgewährung zurückhaltend zu sein, wenn die Bank von England dies für erforderlich hält. In Deutschland wird mit dem Mittel der Überredung, der persuasion, in ähnlicher Lage nicht der gleiche Erfolg erzielt, wie sich 1938 gezeigt hat. Damals wollte der Reichsbankpräsident Schacht die weitere Geldschöpfung stoppen, weil die Vollbeschäftigung in Wirtschaftsleben erreicht war, ja schon Überbeschäftigung herrschte; aber die Kreditbanken hatten aus den vorangegangenen Jahren einen Riesenbestand an kurzfristigen Staatspapieren, die sogenannten Mefo-Wechsel, in ihrem Portefeuille, mehr als sie aus Gründen der Liquidität für nötig hielten; und sie folgten den Absichten von Schacht nicht, sondern setzten ihre Kreditausweitung fort mit der Folge, dass das Missverhältnis zwischen Geldstrom und Güterstrom immer stärker wurde und die Preise immer mehr nur durch Zwangsmassnahmen am Steigen verhindert werden konnten, wodurch Deutschland schon damals, vor Ausbruch des II. Weltkrieges, immer mehr in die "Zwangswirtschaft" hineingetrieben wurde. Also in der Bundesrepublik sind die Kreditbanken gar nicht daran gewöhnt, sich freiwillig dem anzupassen, was die Notenbankführung will, sodass der Erfolg der persuasion durchaus zweifelhaft wäre; aber persuasion ist hier zur Zeit auch nicht nötig, vielmehr ist es so, dass mangels eines grossen Blockes von kurzfristigen Staatspapieren in den Händen der Kreditbanken die Notenbankführung mit den gewöhnlichen Mitteln der Geldpolitik zurechtkommen kann.

Wie sehen diese Mittel nun aus? Die Bank Deutscher Länder ist mit dem Recht ausgestattet, alle üblichen Mittel der Notenbankpolitik anzuwenden. Dazu gehört zunächst einmal die *Diskontpolitik*, d. h. die Regelung der Bedingungen, unter denen das Zentralbanksystem Wechsel ankauft, d. h. in dieser besonderen Form Kredit gewährt; dann die *Lombardpolitik*, wobei es sich vornehmlich um die Beleihung von Wertpapieren handelt; dann die *Offenmarktpolitik*, d. h. die Beeinflussung der Notenbankguthaben der Kreditbanken durch Kauf oder Verkauf von

Wertpapieren, also Vermehrung oder Verminderung des Bestandes an Wertpapieren im Portefeuille der Notenbank; dann steht ihr auch noch das Recht zu gebote, die Kreditbanken zur Unterhaltung von sogenannten *Mindestreserven* anzuhalten, und zwar mit *variablen Sätzen*, die durch ein Organ der Notenbank, den Zentralbankrat festgesetzt werden. Mit diesen variablen Mindestreservesätzen hat es folgende Bewandnis: Nach dem sogenannten Bankenkrach vom Jahre 1931 ging man im Jahre 1933 daran, die Regelungen des Noten- und Kreditbankwesens zu revidieren; zunächst wurde 1933 eine Bankenquete durchgeführt, an der ich als ständiger Sachverständiger beteiligt war. In dieser Bankenquete habe ich damals vorgeschlagen, der Notenbank das Recht zu geben, den Kreditbanken vorzuschreiben, in bestimmtem Prozentsatz ihrer Einlagen Guthaben bei der Notenbank zu unterhalten; und zwar sollten die Sätze nicht ein für alle Mal gesetzlich festgelegt werden, wie das bis dahin in USA und anderen Ländern der Fall war, sondern die Sätze sollten variabel sein, und zwar sollte die Notenbankführung sie in bestimmten Grenzen variieren können. Eine solche Bestimmung ist dann auch in das 1934 erlassene Kreditwesengesetz aufgenommen worden, nämlich im § 16; abweichend von meinen Vorschlägen sollte allerdings nicht ein Organ der Notenbank selbst, sondern das Aufsichtsamt für das Kreditwesen, in dem allerdings die Notenbank starken Einfluss hatte, die Sätze festlegen. Von diesem Recht ist aber bis zum Zusammenbruch des Deutschen Reiches und auch bis zur Währungsreform des Jahres 1948 nie Gebrauch gemacht worden. Das Recht zur Festsetzung von Mindestreserven, die die Kreditbanken zu unterhalten haben, ging dann 1948 auf die Bank Deutscher Länder über, nachdem man mit diesen variablen Mindestreservesätzen in den Vereinigten Staaten von Amerika gute Erfahrungen gemacht hatte. Und nun wurde es in der Bundesrepublik auch tatsächlich angewandt. Die Wirkung der Mindestreserven beruht auf folgendem Zusammenhang; werden die Kreditbanken durch Erhöhung der Mindestreservesätze gezwungen, höhere Guthaben bei der Notenbank zu unterhalten, über die sie nicht frei verfügen können, so müssen sie ihre Kredite drosseln; bei Erniedrigung der Mindestreservesätze hingegen kommen Notenbankguthaben zu ihrer freien Verfügung und die Kreditbanken können deshalb vermehrt Kredite geben. Die Mindestreservepolitik wird meist mit der Diskontpolitik gekoppelt: Erhöhung der Mindestreservesätze erfolgt zusammen mit einer Erhöhung des Diskontsatzes zum Zwecke der Krediterschwerung, Erniedrigung der Mindestreservesätze zusammen mit einer Erniedrigung des Diskontsatzes zum Zwecke der Krediterleichterung. Von dem Mittel der Offenmarktpolitik, des Ankaufs oder Verkaufs von Wertpa-

pieren, wurde daneben selten oder nur in schwachem Mass Gebrauch gemacht.

Aber mit diesen Darlegungen ist das Bild der Notenbankpolitik doch noch unvollkommen gezeichnet. Es ist relativ wenig bekannt, dass das Mass, in dem der Notenbankkredit seitens der Banken in Anspruch genommen wird, nicht nur durch die Zinshöhe geregelt wird, sondern dass das Zentralbanksystem in der Bundesrepublik sich vor allem eines nichtmarktkonformen Mittels, der *Kreditrationierung*, bedient. Man stellt sich die Dinge doch gewöhnlich so vor, dass das Mass der Kreditnahme durch den Zinssatz in den von der Notenbank angestrebten Grenzen gehalten wird, und das ist auch in vielen Ländern tatsächlich so; nicht aber in der Bundesrepublik Deutschland. Hier hat jede Bank ihr Kontingent, bis zu dem sie beim Zentralbanksystem Diskontkredit in Anspruch nehmen darf, und diese Kontingentierung wirkt viel schärfer als der Zinssatz. Man stelle sich nun einmal das Zusammenwirken der verschiedenen Mittel der Notenbankpolitik in der Bundesrepublik vor: Mit Hilfe der Festlegung von Mindestreservesätzen werden die Kreditbanken gezwungen, in bestimmter Höhe Mindestreserven, d. h. Notenbankguthaben zu unterhalten; sie können sich zwar grundsätzlich die nötigen Mindestreserven durch Kreditnahme bei der Notenbank beschaffen, insbesondere durch Rediskont von Wechseln; aber dieser Rückgriff auf das Notenbanksystem ist beschränkt durch die Kontingente, durch die Beträge, die die einzelne Bank bei ihrer Kreditinanspruchnahme nicht überschreiten soll; es heisst zwar, dass sie dann auf den Lombardkredit, auf die Verpfändung von Wertpapieren und dergleichen, bei der Notenbank ausweichen kann; aber auch diese Möglichkeit hilft nicht viel weiter, jeder Lombardkredit wird nur für kurze Fristen gewährt und muss dann wieder abgedeckt (zurückgezahlt) werden. So hat also tatsächlich die Bank Deutscher Länder ausserordentlich starke Mittel in der Hand, um die Kreditgewährung der Kreditbanken in den gewollten Grenzen zu halten.

Im Zusammenhang mit diesen Kontingenten, die eine erhebliche Rolle im Rahmen der Notenbankpolitik spielen, kommen wir nun auf eine weitere Besonderheit der deutschen Geld - und Bankpolitik, nämlich dass *in der Bundesrepublik der Zinssatz überhaupt nicht die Stellung einnimmt, die ihm in der angelsächsischen Wirklichkeit und der angelsächsischen Theorie zukommt*. Ich erinnere nur daran, dass nach Theorie von John Maynard Keynes die Grenzergibigkeit des Kapitals zusammen mit dem Zinssatz für die Grösse der Investition massgebend sein soll, die dann ihrerseits zusammen mit dem Grenzhang zum Verbrauch die Höhe der Beschäftigung bestimmt. Wenn der Zinssatz die *genannte Bedeutung für die Grösse der Investition haben soll, dann muss*

auch die Kreditnahme tatsächlich durch die Höhe des Zinssatzes begrenzt sein und nicht etwa durch andere "nichtmarktkonforme" Mittel, wozu vor allem die Kreditrationierung gehört. Wenn wir sagen, die Kreditnahme ist durch den Zinssatz begrenzt, dann denken wir dabei doch daran, dass durch den Zins jeder, der nicht bereit ist diesen Zins zu zahlen, von der Kreditnahme ausgeschlossen wird, dass aber jeder, der ihn zu zahlen bereit ist und auch für den Kredit sicher genug erscheint, ihn erhält. Wenn nun aber Kreditrationierung herrscht, dann bedeutet das durch die Höhe des Zinssatzes nur eine *Vorauslese* unter den Kredit-suchenden ausgeübt wird, dass aber eine weitere Auslese darüber hinaus durch die Kreditrationierung stattfindet. Diese Kreditrationierung ist es dann letztlich, die für die Grösse der Investition die Rolle spielt, die nach Keynes der Zinssatz spielen soll. Und in der Bundesrepublik wird nun seitens der Banken ständig von dem Mittel der Kreditrationierung Gebrauch gemacht. Zwar ist der Kredit bei entsprechendem Zusammenwirken von Notenbank und Kreditbanken *technisch* in beliebigem Umfang ausweitbar; aber infolge des Verhaltens der Banken - darauf komme ich noch zu sprechen - und infolge wirtschaftspolitischer Zielsetzungen, von denen die Notenbank sich leiten lässt, ergeben sich doch meist Grenzen für die Ausweitung des Kredits. Der Zinssatz wird nicht fortlaufend so verändert, dass Angebot von und Nachfrage nach Kredit sich ausgleichen, sondern der Zinssatz wird meist durch Monate hindurch konstant gehalten; schon das zwingt dazu, mit anderen Mitteln als dem Zins die Grösse der Kreditgewährung zu regeln. Aber es ist für Deutschland schon seit Jahrzehnten charakteristisch, dass der Zins von vornherein nicht in marktkonformer Höhe festgesetzt wird, meist wird er niedriger festgesetzt, als es zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage erforderlich wäre; man tut dies mit Rücksicht auf diejenigen, die bei den Banken formell kurzfristig verschuldet sind und nicht in der Lage sind, den genommenen Kredit in kurzer Frist wieder zurückzuzahlen, und die ja um so weniger in der Lage sind, einen früher genommenen Kredit zu tilgen, je mehr sie für die Verzinsung der früher genommenen Kredite aufwenden müssen. Die Kreditrationierung beginnt, wie vorher ausgeführt, schon bei der Notenbank. Nicht nur die Kreditbanken haben bei der Notenbank Kontingente, die sie beim Rediskont von Wechseln, d. h. praktisch bei ihrer Kreditnahme bei der Notenbank, nicht überschreiten dürfen; auch die öffentlichen Körperschaften, insbesondere der Staat, der bei dem Zentralbanksystem direkt Kredit nehmen kann, hat dort ein Kontingent, einen "Kreditplafond", den er nicht überschreiten darf. Und nun setzt sich das weiter bei den Kreditbanken ohne Notenausgaberecht fort. Die wesentlichsten Zinssätze, zu denen die Firmen von Handel und Industrie bei den Kreditbanken Kredit nehmen können, sind

obrigkeitlich, nämlich durch die Bankenaufsichtsämter, geregelt, und sie haben meist keine marktkonforme Höhe. Der Bankdirektor rationiert nun die Kredite, die er an seine Kunden gibt, teils unter volkswirtschaftspolitischen Gesichtspunkten, teils unter Gesichtspunkten der eigenen Geschäftspolitik. Der Bankdirektor ist bei uns so daran gewöhnt, dass er sich meist garnicht dessen bewusst wird, dass er als Geschäftsmann Rationierung betreibt. Wenn sich nun aus irgendwelchen Gründen, zum Beispiel weil der Bank wegen eines Exportüberschusses mehr Notenbankguthaben zufließen, der "Kreditschöpfungsspielraum" ausweitet, dann wird der Bankdirektor seine Kreditrationierung lockern, er wird bereit sein, mehr Kredit zu geben, und wenn die Kreditgewährung bisher durch Rationierung eingeschränkt war, dann wird auch mehr Kredit in Anspruch genommen, ohne dass erst der Zinssatz herabgesetzt werden müsste; dann kann es also zu grösseren Investitionen und zu einer Erhöhung der Beschäftigung kommen, ohne dass sich an den Grössen, die nach Keynes dafür massgebend sein sollen, etwas zu ändern braucht. Entsprechend diesen für Deutschland charakteristischen Verhältnissen habe ich in meiner Konjunkturtheorie, insbesondere in meinem Buche "Die Konjunktoren im Wirtschaftsleben", das 1932 herauskam, niemals dem Zinssatz die Bedeutung beigemessen, die etwa die österreichische Schule der Konjunkturforschung in den dreissiger Jahren oder Keynes ihm beigemessen haben. Ich habe vielmehr gefragt, was den "Kreditschöpfungsspielraum" und die Höhe seiner Ausnutzung bestimmt. Dabei kam ich dann auf einen ganzen Katalog von konjunkturverändernden Momenten, die ich auf ihre Wirkung untersucht habe. Eine solche Lehre ist sehr viel weniger elegant als eine andere, die den Verlauf der Konjunktur und die Höhe der Beschäftigung auf drei oder vier Momente zurückführen will; aber ich nehme für meine Lehre in Anspruch, dass sie sehr viel wirklichkeitsnäher ist als die andern genannten Konjunkturforschungsinstituten für ihre Prognose sehr viel bessere Anhaltspunkte liefert. Selbstverständlich spielt in anderen Ländern, zum Beispiel in den angelsächsischen Ländern, die Kreditrationierung nicht dieselbe Rolle wie in Deutschland, und eine Theorie, die dem Zinssatz eine zentrale Stellung zuweist, kommt deshalb in solchen Ländern der Wirklichkeit sehr viel näher als in Deutschland. Aber wir dürfen doch darüber nicht vergessen, dass die Anwendung einer solchen Theorie auf *unsere* Wirklichkeit ein fragwürdiges Beginnen ist und dass für uns die Aufgabe im Vordergrund steht, eine auf unsere eigene Wirklichkeit leidlich anwendbare Theorie zu schaffen.

Und nun komme ich auf eine wichtige weitere Besonderheit des deutschen Geld - und Kreditwesens zu sprechen, die ebenfalls zu entscheidenden Abweichungen von der Wirklichkeit der angelsächsischen

Länder und zu entscheidenden Unterschieden unserer Wirklichkeit von dem Modell der angelsächsischen Theorie führt. Ich sagte schon, dass bei geeignetem Verhalten der Banken und bei geeignetem Zusammenarbeiten von Noten- und Kreditbanken der Kredit zumindest *technisch* in beliebiger Grösse gewährt werden kann, d. h. dass das Angebot technisch beliebig ausweitbar ist. Durch die Berücksichtigung dieser Ausweitungsmöglichkeit unterscheidet sich ja die moderne Kreditlehre von der klassischen Lehre. In der klassischen Lehre hiess es, das Kreditangebot ist durch das Sparen der Wirtschaftssubjekte begrenzt, und der Ausgleich von Kreditangebot und Kreditnachfrage wird sodann durch den Zinssatz herbeigeführt. Die moderne Kreditlehre verneint eine solche Begrenzung des Kreditangebotes durch vorangegangenes Sparen, denn das Kreditangebot kann ja durch Kreditschöpfung ausgeweitet werden. Sicherlich ist die klassische Lehre ungeeignet, die modernen Erscheinungen im Bereich des Kredites zu erklären; wir brauchen ja nur an die Kriegsfinanzierung zu denken, bei der sich gezeigt hat, dass letztlich bis zu riesenhaften Mengen Kredit "geschöpft" werden kann, (was allerdings höchst unerfreuliche Wirkungen im Wirtschaftsleben hervorrufen kann). Also die klassische Lehre wird den Tatsachen nicht gerecht. Aber gilt das nun für Kredite jeder Art? oder gibt es nicht Kreditarten, bei denen das Kreditangebot tatsächlich von vorangegangener Spartätigkeit - möglicherweise Spartätigkeit ganz bestimmter Art - begrenzt wird? Und wir müssen daran denken, dass sich die Nachfrage nach Kredit ja gewöhnlich nicht auf Kredit schlechthin erstreckt, sondern auf Kredit in ganz bestimmter Form, insbesondere auf Kredit mit bestimmter Fristigkeit, sei es auf kurzfristigen, mittelfristigen oder langfristigen Kredit. Die Wohnungswirtschaft z. B. braucht in Deutschland Kredite mit 10 - bis 50 jähriger Laufzeit; mit kurzfristigen Krediten kann sie ihre Investitionen nicht durchführen. Wird nun auch der langfristige Kredit durch Kreditschöpfung der Banken über das Mass vorangegangener Spartätigkeit hinaus erweitert? Eine Möglichkeit dazu existiert durchaus, nämlich sofern die Banken - Notenbanken und Kreditbanken - bereit sind, langfristige Direktkredite zu geben oder langfristige Wertpapiere in ihr Portefeuille zu nehmen, trotzdem die Einlagen, die bei solcher Kreditgewährung entstehen, kurzfristiger Art sind. In den Vereinigten Staaten beispielsweise findet das in grösstem Stil statt, die Federal Reserve Banks schöpfen Notenbankguthaben hauptsächlich durch Hereinnahme langfristiger Wertpapiere, und die Commercial Banks, die Kreditbanken des kurzfristigen Geschäftes der USA, die zu 80 % ihrer Einlagen auf Sicht fällige Einlagen haben, haben meist mehr langfristige Direktkredite gewährt und

langfristige Wertpapiere in ihr Portefeuille genommen, als sie kurzfristige Kredite gewähren. Hier findet also Schöpfung kurzfristiger Einlagen im Zusammenhang mit der Gewährung langfristiger Kredite in grösstem Stil statt. Und das ist gut so, denn ohne dieses Verhalten der Banken würden die Vereinigten Staaten von Amerika fast dauernd einem deflationistischen Druck ausgesetzt sein, d. h. ständig an Unterbeschäftigung leiden. In solchen reichen Ländern ist nämlich nicht nur die Gesamtinvestition gelegentlich nicht gross genug, um die Kaufkraft in genügender Höhe zu erhalten, die durch Stilllegung von Geld in Horten oder auf Bankkonten gemindert wird; das ist das, was Keynes gesehen und gelehrt hatte. Sondern in ihnen ist vor allem vielfach die *Nachfrage nach kurzfristigen Krediten* unzulänglich, um die Kaufkraft in genügender Höhe zu erhalten, während die *Nachfrage nach langfristigen Krediten* vielfach noch durchaus durch Angebot billiger langfristiger Kredite ausgeweitet werden kann; denn die Investitionen, für die man langfristige Kredite braucht, sind viel stärker zinsreagibel als diejenigen Investitionen, die man auch mit kurzfristigen Krediten realisieren kann. - Auch in England nehmen die Banken des kurzfristigen Passivgeschäftes, die sogenannten Clearingbanks, in grossem Stil langfristige Wertpapiere in ihr Portefeuille, wenn auch nicht in dem gleichen Umfang wie die Commercialbanks der Vereinigten Staaten von Amerika.

Und nun demgegenüber die deutschen Banken. Die Notenbank, die Bank Deutscher Länder, zeigt keinerlei Neigung, langfristige Wertpapiere zum Zwecke der Geldschöpfung in ihr Portefeuille zu nehmen, sie benutzt ihr Recht zur Offenmarktpolitik ebenso wie ihre Vorgängerin, die Deutsche Reichsbank, nicht. Man fühlt sich veranlasst zu sagen, dass die deutsche Notenbank seit ihrer Gründung am Wechseldiskontgeschäft hängt; immer müssen es Wechsel sein, die sie ins Portefeuille nimmt, fast nie benutzt sie die Möglichkeit, den Kreditbanken durch Hereinnahme langfristiger Wertpapiere Notenbankguthaben zuzuführen. Und die Kreditbanken sind in der Regel nur bereit, langfristige Direktkredite zu geben oder langfristige Wertpapiere ins Portefeuille zu nehmen, insofern und insoweit sie über langfristige Einlagen oder über sonstige ihnen langfristig überlassene Mittel verfügen. Also langfristige Direktkredite und langfristige Wertpapiere als Gegenposten zu langfristigen Verpflichtungen, wozu man auch die eigentlichen Spareinlagen rechnen kann; aber nicht als Gegenposten zu Sichteinlagen oder anderen kurzfristigen Termineinlagen. In der Bundesrepublik ist es daher tatsächlich so, dass das Ausmass des Angebotes von langfristigen Krediten von der vorherigen Spartätigkeit in ganz bestimmten Formen abhängig ist; für diesen Teil des Kreditmarktes trifft tatsächlich die klassische Lehre zu, und die moderne Kredit-

lehre hat hier keine Aktualität. Wir haben in der Bundesrepublik einen "gespaltenen Kreditmarkt", der langfristige Kreditmarkt führt ein Eigenleben neben dem kurzfristigen Kreditmarkt, die beiden Kreditmärkte schöpfen gewöhnlich aus verschiedenen Quellen. In andern Ländern zeigt sich ein Ansatz zu solcher Spaltung zwar auch, aber zumindest in den angelsächsischen Ländern ist diese Spaltung weitgehend durch das Verhalten der Banken "überbrückt".

Es ist nun die Frage aufzuwerfen, welche Folgerungen aus der Tatsache der Spaltung des Kreditmarktes, die nicht durch entsprechendes Verhalten der Banken überbrückt wird, gezogen werden müssen. Ich erinnere hier zunächst einmal an die Lehre, derzufolge Defizitspending des Staates geeignet sein soll, die Beschäftigung zu erhöhen und die Konjunktur für die Unternehmungen zu verbessern. Wenn wir nun aber eine Spaltung des Kreditmarktes wie in der Bundesrepublik haben, dann gilt diese Lehre in der Wirklichkeit nur unter der Bedingung einer besonders gearteten Finanzierung; sie gilt nicht, sofern das staatliche Defizit durch Emission staatlicher langfristiger Anleihen gedeckt wird; denn wenn der Staat hier Finanzmittel an sich zieht, die die Verfügungsberechtigten langfristig anzulegen bereit sind, dann entzieht er diese Mittel anderen Verwendungen im privatwirtschaftlichen Sektor des Wirtschaftslebens; z. B. dem Wohnungsbau. Dann geht also die staatliche Mehrausgabe auf Kosten der privatwirtschaftlichen Investition, d. h. die Wirkung auf die Beschäftigung und die Konjunktur ist Null. Unter den Verhältnissen der Vereinigten Staaten von Amerika ist damit nicht zu rechnen, weil auch der langfristige Kredit durch Geldschöpfung ausgeweitet werden kann; die Lehre gilt in ihrer Allgemeinheit aber nur für solche Länder, in denen die für die Bundesrepublik charakteristische Spaltung des Kreditmarktes nicht besteht. Und ich habe schon seit Jahren die Lehre vertreten, dass unter den in der Bundesrepublik gegebenen Bedingungen ein Defizitspending in der Regel überhaupt nicht nötig ist, sondern dass es genügen würde, wenn die Banken unter Einschluss des Zentralbanksystems im Falle einer recession ihre Abstinenz von der Wertpapieranlage aufgeben würden und verstärkt in langfristige Wertpapiere hineingehen würden.

Die Banken in der Bundesrepublik mögen vorläufig bei ihrem bisherigen Verhalten, das sie auch liquiditätspolitisch für notwendig halten, bleiben, ohne dass das Wirtschaftsleben davon schweren Schaden leidet. Aber manche Anzeichen deuten darauf hin, dass Problem "Reicher Länder" vorzeitig auch auf die Bundesrepublik zukommt, d. h. dass die Gefahr entsteht, dass zuviel auf Bankkonten kurzfristig stillgelegt und in Stückgeld gehortet wird, als dass ein Ausgleich dieses

Kaufkraftausfalles durch die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten herbeigeführt werden könnte. Wenn sich diese Erscheinung stärker ausprägt, dann können auch die Banken der Bundesrepublik nicht bei ihrem bisherigen Verhalten bleiben; sie würden sich als Totengräber der Konjunktur erweisen, wenn sie sich dann nicht rechtzeitig entschliessen, ihr Verhalten dem anderer Länder, die wir als die reichen Länder bezeichnen müssen, anzupassen. Zentralbanksystem und Kreditbanken müssten diesen Weg im gegenseitigen Einvernehmen gehen, in Erkenntnis des Problems, um das es sich handelt, und in Erkenntnis des Weges, auf dem dieses Problem gemeistert werden kann.
