

# Probleme der Effizienz der Geldpolitik

Von Harry G. Johnson, Chicago

I. Einleitung — II. Probleme der strukturellen Effizienz — III. Probleme der Effizienz der Stabilitätspolitik — IV. Probleme der Effizienz langfristiger Wirtschaftspolitik.

## I. Einleitung

Unter Geldpolitik versteht man gewöhnlich die Steuerung des Geldangebots und der Geld- und Kreditmarktbedingungen durch die geldpolitische Instanz (Zentralbank) im Hinblick auf bestimmte allgemeine wirtschaftspolitische Ziele, die entweder von der Regierung vorgegeben oder von der Zentralbank selbst gesetzt werden, je nachdem, ob die Zentralbank eine untergeordnete Behörde der Wirtschaftspolitik oder eine unabhängige Institution ist. Früher waren die Wirtschaftswissenschaftler, die sich speziell mit geldpolitischen Fragen befaßten, vorwiegend Institutionalistinnen oder Wirtschaftshistoriker. Die einen untersuchten die Struktur des Geld- und Kreditsystems in allen Einzelheiten und beschrieben die institutionellen Mittel, mit denen die Zentralbank ihre Ziele in diesem System verwirklichen kann; die anderen befaßten sich mit der Entwicklung des Geld- und Kreditwesens einzelner Länder, mit den geldpolitischen Theorien historisch einflußreicher Persönlichkeiten und dem Einfluß dieser Theorien auf die Gesetzgebung, die Struktur des Geld- und Kreditwesens und die Rolle und Funktionen der Zentralbank. (Es hat natürlich immer einige nicht spezialisierte Kritiker des Geld- und Kreditwesens und der Geldpolitik gegeben, von denen einige im weiteren Verlauf der Geschichte zu historisch einflußreichen Persönlichkeiten geworden sind.) Mit der fortschreitenden Anerkennung der Wirtschaftswissenschaften als Beruf, mit dem gleichzeitig wachsenden Vertrauen in die wissenschaftliche Behandlung wirtschaftlicher Probleme und der daraus resultierenden Neigung, in zunehmendem Maße wissenschaftliche Methoden auf Probleme der Wirtschaftspolitik (und zwar eher aus dem normativen als aus dem positiven Bereich der Wirtschaftswissenschaften) anzuwenden, — eine Entwicklung, die seit den 30er Jahren und besonders seit dem Zweiten Weltkrieg zu konstatieren ist —

haben sich die Wirtschaftswissenschaftler, die sich mit der Geldpolitik befassen, immer weniger institutionellen und historischen Fragen an sich und immer mehr normativen Problemen zugewandt. Sie haben sich in zunehmendem Maße mit den Problemen der Effizienz der Geldpolitik beschäftigt. Dieser Ansatz erfordert eine sehr viel intensivere Anwendung der ökonomischen Theorie und gelegentlich auch der Ökonometrie auf die Verfahren und Praktiken der Geldpolitik als es in der Vergangenheit gebräuchlich war.

Der vorliegende Beitrag soll einen Überblick über einige Probleme geben, die die neuere theoretische Diskussion und die empirische Forschung im Hinblick auf die Leistungsfähigkeit der Geldpolitik aufgeworfen haben. Zu diesem Zweck sollen drei Aspekte der Effizienz unterschieden werden: Die strukturelle Effizienz, worunter die Wirtschaftlichkeit des Bankensystems zu verstehen ist, das als ein Gewerbebranchen betrachtet wird, dessen Hauptfunktion vom monetären Standpunkt aus die Versorgung der Wirtschaft mit Zahlungsmitteln (Bargeld und Girogeld) ist, obwohl er bei einer umfassenderen Betrachtung als Sammelbecken für Ersparnisse und als Verteiler von Kapital unter konkurrierenden Nachfragern auch auf dem Kapitalmarkt eine wichtige Rolle spielt; die Effizienz im Hinblick auf die Stabilitätspolitik, d. h. einer Politik, mit deren Hilfe die Wirtschaft auf einem bestimmten Wachstumspfad gehalten und Abweichungen korrigiert werden sollen; und die Effizienz im Hinblick auf eine langfristige Wirtschaftspolitik, d. h. auf die Wahl des langfristig angestrebten Niveaus und Trends der wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Variablen, die den Wirtschaftsablauf widerspiegeln. Es ist jedoch zu betonen, daß die beiden zuletzt genannten Probleme nicht allein Aufgaben der Geldpolitik sind, wenn Geldpolitik als gleichbedeutend mit Zentralbankpolitik verstanden wird, sondern daß ökonomische Stabilität und die Erfüllung der allgemeinen Ziele Vollbeschäftigung, Preisstabilität, Wachstum und Zahlungsbilanzgleichgewicht den kombinierten Einsatz der Geld-, Finanz- und möglicherweise auch der Wechselkurspolitik erfordern. In einigen Fällen ist es möglich, theoretische Lösungen für die angeführten Effizienzprobleme anzugeben; in anderen Fällen können nur die Überlegungen aufgezeigt werden, die bei einer Lösung berücksichtigt werden müssen. Wo die Analyse auf Annahmen über institutionelle Gegebenheiten beruht, beziehen sich diese auf die Geld- und Bankinstitutionen der Vereinigten Staaten, Großbritanniens und anderer Länder mit britischer Banktradition, so daß die Schlußfolgerungen nicht immer uneingeschränkt auf andere, insbesondere kontinentaleuropäische Länder, übertragen werden können.

## II. Probleme der strukturellen Effizienz

Das Bankensystem kann, wie bereits erwähnt, als ein Gewerbebezug betrachtet werden, der einerseits den Zahlungsverkehr für die Wirtschaft abwickelt und andererseits durch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs sowie durch die Hereinnahme verzinslicher Einlagen, über die nicht giral verfügt werden darf, Kapital ansammelt, das in verschiedenen Formen angelegt werden kann und das Bankensystem zu einem wichtigen Partner auf dem Kapitalmarkt macht.

Der normativen (Wohlfahrts-) Ökonomik liegt die Annahme zugrunde, daß freier Wettbewerb die Effizienz ökonomischer Aktivitäten fördert; diese Annahme scheint — mit wichtigen Modifikationen, die sich aus den noch aufzuzeigenden besonderen Eigenschaften des Geldes ergeben, — auch auf das Bankgewerbe anwendbar zu sein. Bei freiem Wettbewerb innerhalb des Bankgewerbes würden die Banken, um Mittel zu Anlagezwecken zu erlangen, mit entsprechenden Zinssätzen um Sichteinlagen konkurrieren und für ihre Dienstleistungen im Rahmen des Zahlungsverkehrs an den Kosten orientierte Wettbewerbspreise fordern. Sie würden außerdem in ihrem Aktivgeschäft jene Kreditarten anbieten und ihre Mittel in den marktgängigen Papieren anlegen, in denen sie anderen Finanzierungsinstituten überlegen sind. Unter der Voraussetzung eines echten Wettbewerbs im Bankensystem wäre das Ergebnis eine maximale Wirtschaftlichkeit bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs und bei der Kapitalverteilung — allerdings mit einer wichtigen Einschränkung.

Die Effizienz der Kapitalallokation ergibt sich aus den üblichen Argumenten für freien Wettbewerb unter konkurrierenden Unternehmen; die Wirtschaftlichkeit bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs erfordert jedoch einige zusätzliche Erläuterungen, da sie sich erst aus der Anwendung der monetären Theorie ergibt. Die Vergütung von Wettbewerbszinssätzen auf Sichteinlagen bedeutet nämlich, daß die Anlage in Geldforderungen den Vermögensbesitzern keine anderen Opportunitätskosten verursacht als die beträchtlichen gesamtwirtschaftlichen Kosten für die Aufrechterhaltung des giralen Zahlungssystems (Betriebskosten und eine normale Verzinsung des eingesetzten Kapitals), so daß das Publikum angeregt würde, sein Bedürfnis nach Liquidität voll zu befriedigen. Unter den abstrakten Bedingungen der reinen Theorie können die Kosten für die Aufrechterhaltung eines Systems von laufenden Konten, die von den Kosten für die Benutzung dieser Konten zu Zahlungszwecken zu unterscheiden sind, als geringfügig betrachtet werden: Theorie-



tisch gesprochen kann Geld ohne gesamtwirtschaftliche („soziale“) Kosten bereitgestellt werden. Soll die Wohlfahrt maximiert werden, muß ein Gut, das ohne marginale soziale Kosten bereitgestellt werden kann, in der Menge angeboten werden, die keinen marginalen Nutzen mehr erbringt, die also die Nachfrage voll befriedigt; und dieses Resultat würde durch den Wettbewerbszins auf Sichteinlagen garantiert. Ebenso würde die Belastung mit Wettbewerbskosten für die Inanspruchnahme der Dienstleistungen des Zahlungsverkehrs die Besitzer von Sichteinlagen veranlassen, diese Einrichtung optimal zu benutzen: Sie würden ihre finanziellen Transaktionen so einrichten, daß der girale Zahlungsverkehr nur dann Anwendung findet, wenn der private Nutzen den sozialen Kosten entspricht. Kurz gesagt würde ein Bankensystem unter Wettbewerbsbedingungen das Publikum veranlassen, die gesellschaftlich optimale Geldmenge zu halten und das Zahlungssystem gesellschaftlich optimal in Anspruch zu nehmen.

Diese Schlußfolgerung bedarf jedoch einer Einschränkung, die sich aus dem Vorhandensein von Bargeld — d. h. von Münzen, insbesondere aber von Banknoten — als einem alternativ zu verwendenden Zahlungsmittel ergibt. Dieses alternative Zahlungsmittel ist unverzinslich; es wäre auch sehr schwierig, wenngleich nicht völlig unmöglich, zinstragendes Bargeld in den Verkehr zu bringen. Andererseits trägt die emittierende Instanz (das Schatzamt oder die Zentralbank) die realen Kosten der Bargeldversorgung. Im Falle der Münzen setzen sich die direkten Kosten aus den für das Metall aufzuwendenden Kapitalkosten, den laufenden Kosten der Prägung und Neuprägung und aus dem Materialverlust durch Abnutzung zusammen; im Fall des Papiergeldes entstehen Kosten für das besondere Papier und für die Zeichnung, den Druck und Neudruck. Darüber hinaus entstehen in beiden Fällen zusätzliche direkte Kosten für Sicherheitsvorkehrungen und indirekte Kosten für den Schutz vor Geldfälschungen. Die Münzprägung bringt bekanntlich unmittelbare Erträge, jedenfalls in der Regel: Wenn die Erträge infolge einer Wertsteigerung des verwendeten Metalls versiegen, werden recht schnell Schritte unternommen, um die Profitabilität der Münzprägung durch die Verwendung billigerer Metalle wiederherzustellen. Die Ausgabe von Papiergeld wird gewöhnlich ebenfalls als direkt ertragbringend betrachtet, und zwar in dem Sinn, daß die Zinserträge, die von der emittierenden Stelle aus den bei der Ausgabe von Papiergeld erworbenen Forderungen erzielt werden, die laufenden Kosten der Papiergeldherstellung übersteigen. Für die Gültigkeit dieser Annahme gibt



es jedoch Grenzen, wie die Tatsache beweist, daß die Bank von England vor einigen Jahren gegen die Mode vorgehen mußte, Zahlungen nur in neu gedrucktem Geld vorzunehmen, indem sie die Bankkunden aufforderte, gebrauchte Geldscheine der Bank von England zu verwenden.

Ob die Münzprägung und die Ausgabe von Papiergeld insgesamt gesehen ertragbringend sind, wenn die indirekten Kosten des Schutzes gegen Geldfälschungen berücksichtigt werden, ist eine offene Frage. Unterstellt man jedoch, daß die Ausgabe von Noten und Münzen gesellschaftlich lohnend ist, d. h. daß sie einen größeren Ertrag erbringt, als an Kosten für Produktion und Schutzmaßnahmen anfallen, so ergibt sich, daß die privaten Kosten der Bargeldhaltung die sozialen Kosten übersteigen bzw. daß der private Ertrag der Bargeldhaltung geringer ist als der soziale. Andererseits sind die privaten Kosten des Bargeldgebrauchs zu Zahlungszwecken insofern geringer als die sozialen Kosten, als die Zirkulation des Bargelds zu seinem Verschleiß führt; aber dieser Aspekt des Bargeldgebrauchs kann sicherlich als trivial angesehen werden, da die sozialen Kosten eines individuellen Zahlungsaktes in Form der physischen Entwertung des Zahlungsmittels geringfügig sein müssen. Da die privaten Kosten der Bargeldhaltung (der Zinsentgang) die sozialen Kosten (Rohmaterial, Wertschöpfung, Schutzmaßnahmen) bedeutend übersteigen, muß freier Wettbewerb im Bankensektor, der die privaten und die sozialen Kosten der Giralgeldhaltung in Übereinstimmung bringt, zu einer sozial überoptimalen Verteilung der Ressourcen bei der Giralgeldversorgung und einer unteroptimalen Verteilung der Ressourcen bei der Bargeldversorgung tendieren. Ähnlich würde durch die Anlastung der vollen Kosten für die Inanspruchnahme des bargeldlosen Zahlungsverkehrs ein übersteigerter Gebrauch von Bargeld und eine zu geringe Verwendung von Sichteinlagen als Zahlungsmittel gefördert; diese Quelle der Ineffizienz kann jedoch aus den oben angeführten Gründen als unbedeutend angesehen werden. Der soziale Verlust, der aus dem Anreiz zu übermäßiger Einlagenhaltung im Verhältnis zur Bargeldhaltung resultiert, hängt von der Substitutionselastizität der beiden Geldformen in der Nachfrage der Geldbenutzer ab. Kann Bargeld nur als unverzinsliches Aktivum ausgegeben werden, so erfordert das „zweitbeste“ Wohlfahrtsoptimum eine Besteuerung der Giralgeldhaltung, deren Satz irgendwo zwischen Null und dem Wettbewerbszinssatz auf Sichteinlagen liegen müßte. Der genaue Steuersatz hängt dabei von der relativen Intensität ab, mit der die Steuer die Giralgeldhaltung im Vergleich zu steuerfreien Anlagen ohne Geldcharakter entmutigt und die Bargeld-

haltung im Vergleich zur Giralgeldhaltung anregt. Diese Einschränkung in der Befürwortung des freien Wettbewerbs im Bankwesen wird in der folgenden Analyse vernachlässigt.

Das eben angeführte Argument für freien Wettbewerb im Bankensektor hängt entscheidend von der Annahme ab, daß ein Bankensystem, in dem der Wettbewerb weder durch Gesetz noch durch die Aufsicht der Zentralbank geregelt wird, wettbewerbsmäßig organisiert bleibt. Historische Erfahrungen legen jedoch den Schluß nahe, daß unbeschränkter Wettbewerb unter Banken durch die Expansion der größeren Einheiten und durch Fusionen leicht zur Konzentration innerhalb dieses Wirtschaftszweiges führt. Der Grund liegt wahrscheinlich darin, daß es sowohl bei der Durchführung des giralen Zahlungsverkehrs als auch im Kredit- und Anlagegeschäft beachtliche Möglichkeiten für eine Kostendegression bei höherer Ausbringung (*economies of scale*) gibt, die einen Anreiz zur Konzentration geben und zumindest für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs die Vermutung nahelegen, daß es gesellschaftlich wünschenswert sein könnte, das Bankgewerbe als öffentliche Versorgungseinrichtung (*public utility*) zu organisieren. In den Vereinigten Staaten wurden diese Konzentrationstendenzen auf einer relativ frühen Stufe der Konzentration durch die Angst der Öffentlichkeit vor einer Monopolbildung im Bankgewerbe gebremst, die ihren Ausdruck in der Bankgesetzgebung der Bundesstaaten fand. Trotzdem gibt es weiterhin Konzentrationstendenzen. Das Bankensystem der Vereinigten Staaten kann aber wahrscheinlich ziemlich treffend als konkurrenzwirtschaftlich und wirtschaftlich leistungsfähig innerhalb des gesetzlichen Rahmens gekennzeichnet werden. Im Hinblick auf die Abwicklung des Zahlungsverkehrs ist es jedoch möglicherweise sozial unwirtschaftlich, und zwar in dem Sinne, daß ein bestimmtes staatliches „Giro“-System die Kosten des Zahlungsverkehrs wesentlich reduzieren könnte.

In Großbritannien wurde nach der Fusionswelle zu Ende des Ersten Weltkriegs eine „informelle“, nichtsdestoweniger wirksame Kontrolle über Bankfusionen eingeführt, die wettbewerbsbeschränkende Fusionen verhindern sollte. Das Ergebnis war eine Konsolidierung und Verfestigung des oligopolistischen Wettbewerbs im britischen Bankwesen, der unter einer Vielzahl von Aspekten sozial unwirtschaftlich erscheint, der aber von den geldpolitischen Instanzen geduldet und sogar gefördert wurde, weil er die Durchsetzung der Ziele der staatlichen Wirtschaftspolitik durch Überredung und Direktiven erleichtert. Außerdem ist Großbritannien zur Steigerung der Wirtschaftlichkeit des Zahlungsver-



kehr dabei, ein Girossystem einzuführen, mit dem die Banken künftig zu konkurrieren haben werden.

Im allgemeinen zwingt die Möglichkeit einer Kostendegression im Bankgewerbe die Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik zu der bekannten Frage, ob ein System von Vorschriften eingeführt werden soll, das es privaten konkurrierenden Unternehmungen ermöglicht, die Kostendegression zwar auszunutzen, sie jedoch daran hindert, Monopolmacht auszuüben; oder ob die Privatunternehmen durch ein öffentliches Unternehmen ersetzt werden sollen, das einerseits die Wirtschaftlichkeit eines Monopols hat, andererseits im öffentlichen Interesse arbeitet. Mit der schnellen Entwicklung elektrischer Computer als einem Mittel rationeller Abrechnung wachsen die Voraussetzungen für ein einziges nationales oder sogar internationales Kreditgeldnetz ständig, das wesentlich billiger wäre als die traditionelle Abwicklung des Zahlungsverkehrs durch die Geschäftsbanken; und es ist durchaus denkbar, daß solche Systeme auf lange Sicht den Scheckverkehr der Banken ablösen, die ihrerseits vielleicht wieder zu Einrichtungen werden, deren Hauptaufgabe im Ausleihen der ihnen anvertrauten Spareinlagen liegt. In der Zwischenzeit jedoch bleibt das Argument für freien Wettbewerb in dem Maße relevant, in dem die Gesellschaft die Erhaltung eines privatwirtschaftlichen, nicht monopolisierten Bankgewerbes für wünschenswert hält.

Die Analyse hat sich bislang mit der Wirtschaftlichkeit des Bankensystems befaßt, das als ein Gewerbe unter anderen aufgefaßt wurde. Streng logisch kann das Bankensystem aber nicht so klassifiziert werden, weil die besonderen Eigenschaften seines Produktes — des Geldes, der Zahlungsmittel — es von den Produkten anderer Gewerbebezüge — reale Güter und Dienstleistungen — unterscheidet. Der entscheidende Unterschied zwischen dem Bankgewerbe und anderen Gewerbebezügen liegt darin, daß die anderen Gewerbebezüge reale Güter und Dienstleistungen anbieten, die das Publikum unmittelbar nachfragt, so daß sich unter Wettbewerbsbedingungen ein stabiles Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage ergibt, während das Bankgewerbe nominales Geld — Geld, das auf Mark, Pfund, Dollar oder andere Zahlungseinheiten lautet — anbietet, das Publikum jedoch reale Kasse — Kaufkraftmengen — nachfragt. Durch die Substitution von realer Kasse durch Güter, wenn die reale Kasse beim herrschenden Preisniveau zu hoch ist (bzw. durch die Substitution von Gütern durch reale Kasse, wenn die reale Kasse beim herrschenden Preisniveau nicht genügend groß ist) kann das Publikum den Realwert jeder vom Bankensystem angebotenen nomi-



nen Geldmenge an die gewünschte Menge realer Kasse anpassen. In der Terminologie der statischen Theorie befindet sich dann die angebotene Menge an nominaler Kasse im neutralen Gleichgewicht und jede andere Menge kann durch eine entsprechende Variation des Preisniveaus zur Gleichgewichtsmenge werden. Weniger abstrakt gesprochen besteht für ein Bankensystem unter Wettbewerbsbedingungen der permanente Anreiz, das nominale Geldangebot zu erhöhen und dadurch eine Preisinflation auszulösen. Kommen noch Zufallseinflüsse, Unsicherheit und „Geldillusion“ auf seiten der Banken (definiert als Vertrauen in die Stabilität des Geldwertes) hinzu, so wäre das Preisniveau immanent instabil; seine Veränderungen würden wieder die Kreditvergabe der Banken und die Geldmenge in einer Weise beeinflussen, daß die ursprüngliche Veränderung verstärkt würde.

Will man Stabilität des Preisniveaus (wovon die Preisstabilität ein Sonderfall ist) und der Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Preise — was allgemein als wichtig für die soziale Wohlfahrt angesehen wird —, so muß die vom Bankensystem angebotene Geldmenge öffentlich kontrolliert werden. Traditionsgemäß wird diese Kontrolle von der Zentralbank ausgeübt. Entsprechend der Gleichgewichtstheorie einer Geldwirtschaft setzt die Kontrolle der Geldmenge und des Preisniveaus durch die Zentralbank voraus, daß die Notenbank eine der Komponenten der nominalen Geldmenge des Systems und einen Zinssatz eindeutig bestimmen kann. Die traditionelle Zentralbankpolitik erfüllt diese Bedingung durch die Kontrolle der dem Geschäftsbankensystem zur Verfügung stehenden Kassenreserven, die — wenn man von der im Umlauf befindlichen Bargeldmenge absieht — die eigenen Verpflichtungen der Notenbank in Form von Banknoten und Zentralbankeinlagen darstellen, und durch die Übereinkunft, daß für Banknoten und Zentralbankeinlagen ein Zinssatz von Null gilt.

Aus denselben Gründen, aus denen im Interesse der Wirtschaftlichkeit die Verzinsung der Sichteinlagen des Publikums erforderlich ist, setzt eine optimale Verteilung der Ressourcen auch die Verzinsung der Zentralbankverpflichtungen voraus, die von den Geschäftsbanken als Reserven gehalten werden, und zwar zu einem Satz, der von den Erträgen der Notenbankaktiva abzüglich der Betriebskosten bestimmt wird. Dieses Prinzip ist an sich etwas unklar, weil die Zentralbank als ein von der Regierung unterstütztes Monopol unter keinerlei Zwang zu wirtschaftlicher Betriebsführung steht, andererseits aber einem beachtlichen Druck ausgesetzt ist, ihre Erträge zur Verbilligung von Krediten an die

Regierung zu benutzen. Es sollte daher durch eine Verpflichtung der Zentralbank zu wirtschaftlicher Verwaltung und Anlagepolitik erweitert werden. Das Prinzip wirft auch das praktische Problem der Einbeziehung der Bargeldreserven der Banken auf, die, wie bereits erwähnt, normalerweise unverzinslich sind. Werden nur die Zentralbankeinlagen der Geschäftsbanken und nicht auch ihre Bargeldbestände verzinst, besteht für die Banken ein Anreiz, einen übermäßig großen Teil ihrer Reserven in Sichteinlagen zu halten. Dieser Anreiz könnte wahrscheinlich beseitigt werden, wenn die Zentralbank den Banken die von ihnen durchschnittlich gehaltenen Bargeldbestände verzinst. Da die konventionelle Unverzinslichkeit der Reserven der Banken den Effekt einer Steuer auf die Schaffung und den Gebrauch von Giralgeld hat, wirkt sie einer wirtschaftlichen Abwicklung des Zahlungsverkehrs entgegen. Wenn das Bankensystem unter Konkurrenzbedingungen arbeitet und seine Dienste zu konstanten Preisen anbietet, wird diese Steuer vollständig von den Bankkunden getragen, die über Sichteinlagen verfügen; dagegen verteilt sie sich auf Bankkunden und Banken, wenn sich das Bankgewerbe im Bereich der Kostenprogression befindet oder monopolistisch oder oligopolistisch organisiert ist.

Wie schon erwähnt, kann die Zentralbank das Preisniveau marktkonform kontrollieren, wenn sie die Zinssätze für ihre Verbindlichkeiten fixiert und deren Volumen durch Offenmarktoperationen reguliert. Sie muß sich natürlich aus der Erfahrung eine genaue Kenntnis der Faktoren verschaffen, die das jeweilige Verhältnis von Reserven zu Depositen bestimmen, das die Banken im eigenen Interesse in verschiedenen Situationen anstreben werden; aber das ist wohl eine legitime Aufgabe einer Zentralbankführung. Die gegenwärtige Zentralbankpolitik verläßt sich jedoch auf zusätzliche Mittel und Techniken der Bankkontrolle. Vom Standpunkt der Theorie der Geldpolitik sind diese zusätzlichen Instrumente überflüssig, wenn nicht sogar schädlich. Ihre Wirkung besteht meistens darin, die Banken und letztlich die Benutzer von Giralgeld zusätzlich zu der Nichtverzinsung von Bankreserven mit einer Steuer zu belegen — zum Schaden der Wirtschaftlichkeit der langfristigen Verteilung der gesamtwirtschaftlichen Ressourcen auf die Bereitstellung eines Zahlungssystems einerseits und auf andere Verwendungsarten andererseits.

Im Sinne der großen Tradition der Zentralbankpolitik und insbesondere der Politik der Bank von England wird nach wie vor großer Wert auf den Einsatz der Rediskontpolitik, insbesondere auf Änderungen des Rediskontsatzes gelegt — in britischer Sicht das geldpolitische Mittel



erster Ordnung. Tatsächlich stellt jedoch die Möglichkeit des Rediskonts einen Bruch in der Kontrolle der Zentralbank über das Ausmaß ihrer Verbindlichkeiten dar, da die Banken in der Lage sind, die Offenmarktoperationen der Zentralbank durch vorübergehende oder dauernd wiederholte Verschuldung zu konterkarieren. Dieser Bruch macht seinerseits Regelungen gegen den fortgesetzten „übermäßigen“ Gebrauch der Rediskontmöglichkeiten notwendig, die letztlich in der Androhung bestehen, bei Überschreiten einer gewissen Grenze die Refinanzierung zu verweigern; eine wenig wünschenswerte Situation, da die Zentralbank auf diese Weise willkürlich anwendbare und unzulänglich definierte Machtbefugnisse erhält. Zumindest dann, wenn ein gut entwickelter Kapitalmarkt vorhanden ist und man eine einsichtige und verantwortungsbewußte Geldpolitik der Zentralbank unterstellen kann, sollten die Banken in der Lage sein, ihre Reservepositionen so zu gestalten, daß sie nicht auf die Zentralbank als „letzte Liquiditätsquelle“ zurückgreifen müssen. Im übrigen ist es zweifelhaft, ob Änderungen der Rediskontrate als Signale der geldpolitischen Intentionen der Zentralbank sehr wirkungsvoll sind. Wenn eine Ankündigung dieser Art für wünschenswert erachtet wird, gibt es dafür auch andere Wege; und eine tiefer gehende Analyse läßt es fraglich erscheinen, ob die Notenbank gut beraten ist, wenn sie die monetäre Kontrolle dadurch ausüben will, daß sie das Niveau der kurzfristigen Zinssätze fixiert, anstatt die Reservebasis des gesamten Geldsystems zu determinieren. Schließlich wirft die Tatsache, daß in britischer Praxis die Wirkung der Änderungen der Bankrate zum großen Teil daraus resultiert, daß die Einlage- und Kreditzinssätze der Clearing-Banken und andere Zinssätze durch Konvention an den Diskontsatz gekoppelt sind, die Frage auf, ob diese Art kartellierter Preispolitik wirklich im Interesse der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit liegt.

Wie schon erwähnt, stellt die konventionelle Unverzinslichkeit der Zentralbankverpflichtungen, die als Bankreserven gehalten werden, eine versteckte Besteuerung der Giralgeldversorgung durch das Geschäftsbankensystem dar. Die Last dieser Steuer wird erhöht durch die Heraufsetzung von Mindest- oder Durchschnittsreservesätzen, da solche Verpflichtungen die Banken zwingen, mehr unverzinsliche Reserven zu halten, als sie in ihrem eigenen Geschäftsinteresse freiwillig bilden würden. Im Vergleich zu konventionellen Durchschnittsreserveerfordernissen bedeuten gesetzliche Mindestreserven noch eine zusätzliche Belastung, weil sich die Banken durch übermäßige Barreserven oder durch eine genügend liquide Anlage ihrer unbaren Mittel gegen unvorhergesehene Reserveabflüsse



sichern müssen, um gegen eine Verletzung ihrer Reserveverpflichtungen geschützt zu sein.

Zusätzlich zu dieser versteckten Besteuerung durch das Monopol der Zentralbank in der Versorgung mit Kassenreserven und durch die Möglichkeit der Regierung, Reserveverpflichtungen aufzuerlegen, werden die Banken und letztlich ihre Kunden durch zahlreiche andere Maßnahmen belastet, die der Kontrolle der Bankgeschäfte, der Erleichterung der Kontrolle des Geschäftsbankensektors durch die Zentralbank oder der Abschirmung des Marktes für Staatspapiere gegen den Einfluß der Geldpolitik dienen. Wenn den Banken dauernd oder für die Zeiten restriktiver Geldpolitik die Gewährung bestimmter Kredite erschwert oder der Umfang der Kreditgewährung beschränkt wird, wird die Ertragslage der Banken beeinträchtigt. In diese Richtung wirkt die Fixierung von Liquiditätsquoten, die die Banken dazu zwingt, einen größeren Teil geringer verzinslicher Anlagen zu halten, als sie freiwillig halten würden, wodurch möglicherweise auch der zu erzielende Ertrag dieser Anlagen geringer wird, als er sonst wäre. In ähnlicher Weise wirkt die Festlegung von Höchstzinsen für bestimmte Kreditarten — zum Beispiel für Konsumentenkredite und Hypotheken — als eine versteckte Steuer, da sie den Bankkredit in diesen Sparten auf die Geschäfte einengt, deren Risiko gering genug ist, um die Kreditgewährung zum erlaubten Zinssatz zu rechtfertigen.

Eine besondere Steuerart stellt die in einigen Ländern bestehende gesetzliche oder konventionelle Nichtverzinsung von Einlagen auf Girokonten dar, da sie den Einlegern eher zu Gunsten der Banken als zu Gunsten der Regierung auferlegt wird. Das Hauptargument für die Unverzinslichkeit von Girokonten, daß dies einen schrankenlosen Wettbewerb der Banken um Sichteinlagen verhindert, ist in dem Land, in dem es am populärsten ist (den Vereinigten Staaten), durch empirische Untersuchungen widerlegt worden; ganz abgesehen davon, daß es auch aller historischen Erfahrung widerspricht. Auf jeden Fall ist diese Regelung unmöglich zu erzwingen, da die Banken sie teilweise umgehen können, indem sie fiktive Zinsleistungen als Gegenposten für die Gebühren bei der Verfügung über Depositen einräumen, bis die Gebühren auf Null gesenkt sind (wie in England) oder indem sie einen kostenlosen Scheckverkehr und andere Dienstleistungen im Verhältnis zur Größe des Kundenkontos anbieten und sonst noch um den Einleger mit anderen Vorteilen werben können als mit expliziten Zinszahlungen; zum Beispiel mit Geschenkartikeln (in den USA) oder mit einer Überfülle an bequem

gelegenen Filialen (wie in England). In dem Maße, in dem das Verzinsungsverbot wirksam wird, wird das Halten von Sichteinlagen in gesellschaftlich unwirtschaftlicher Weise eingeschränkt. Denn in dem Maße, in dem eine Verzinsung nur durch die kostenlose Benutzung des Zahlungsverkehrs gewährt werden kann, wird ein gesellschaftlich übermäßiger Gebrauch dieser Einrichtung gefördert; und in dem Maße, in dem die impliziten Zinserträge dem Bankkunden durch Dienstleistungen und Vergünstigungen abgegolten werden, die er freiwillig nicht in Anspruch genommen hätte, wenn ihm alternativ die Barzahlung angeboten worden wäre, kommt es zu einer Verschwendung von Ressourcen.

Aus der Sicht der geldpolitischen Instanzen haben die verschiedenen oben diskutierten Eingriffe in die Freiheit der Banken, sich ihr Portefeuille unter dem Gesichtspunkt der Gewinnmaximierung zusammenzustellen, den (vermeintlichen oder tatsächlichen) Vorzug, die Vorhersehbarkeit der Reaktion der Banken auf geldpolitische Maßnahmen zu erhöhen und die Wirksamkeit der Geldpolitik über die wirtschaftliche Aktivität auf kurze Frist zu verbessern. Letzteres ist besonders dann der Fall, wenn die Maßnahmen auf Kreditnehmer durchschlagen, die keine andere Kreditquelle als die Geschäftsbanken haben (wie zum Beispiel viele Konsumenten und kleine Unternehmer), oder wenn Höchstzinssätze für bestimmte Kreditarten die Banken bei steigenden Zinssätzen veranlassen, solche Geschäfte abzubauen. Selbst aus der Sicht einer wirksamen Kontrolle haben jedoch derartige selektive Maßnahmen auch entsprechende Nachteile: Die Diskriminierung einzelner Gruppen von Kreditnehmern oder einzelner kreditfinanzierter Geschäfte kann eine kurzfristige Unterbrechung finanzieller Beziehungen mit sich bringen sowie auf längere Sicht das Wachstum der Wirtschaft verzerren und ihre Leistungsfähigkeit reduzieren. Vom Standpunkt der hier betrachteten strukturellen Effizienz ist die wichtigste Überlegung, daß diese Lenkungsmaßnahmen durch die damit verbundene versteckte Besteuerung der Geschäftsbanken den Umfang des von ihnen angebotenen giralen Zahlungsverkehrs unter das gesamtwirtschaftliche Optimum senken. Darüber hinaus fördern sie die Entwicklung konkurrierender Finanzinstitutionen, die — mehr oder weniger frei von der implizierten Steuerlast, die die Geldpolitik unmittelbar den Banken und letztlich ihren Einlegekunden auferlegt — den Anlegern Geldsubstitute anbieten und bankmäßige Kreditoperationen durchführen.

Es muß in diesem Zusammenhang außerdem berücksichtigt werden, daß die Last der versteckten Besteuerung des Geschäftsbankensystems

und seiner Einlagenkunden gewöhnlich mit dem Zinsniveau steigt. Das gilt ganz offensichtlich für die Besteuerung, die in der zwangsweisen Bildung nicht verzinslicher Reserven enthalten ist, und für die Höchstzinssätze für einzelne Kreditarten. Was die Einlagenkunden betrifft, so wächst ihre Belastung durch das Verzinsungsverbot für Sichteinlagen ebenfalls mit steigendem Zinsniveau, mit der Folge daß die Einleger in zunehmendem Maße von den Sichteinlagen zu Substituten mit flexibleren Zinssätzen übergehen. Demgegenüber verschafft die Unverzinslichkeit den Banken kurzfristig zusätzliche Erträge, die den Zinsentgang aus ihren Reserven kompensieren oder überkompensieren können; langfristig muß jedoch das Gewicht der Geschäftsbanken in dem Maße sinken, wie die relative Attraktivität ihrer Leistungen abnimmt.

Zusammen mit der allgemeinen Zinsniveauerhöhung seit dem Zweiten Weltkrieg haben die verschiedenen versteckten Steuern auf das Bankgewerbe unzweifelhaft zu der Entfaltung konkurrierender Finanzinstitute und zu dem relativen Geschäftsverlust der Banken zu deren Gunsten beigetragen. Die Sprecher der Banken haben auf diese Entwicklung gewöhnlich mit der Forderung reagiert, die Wettbewerber müßten denselben Reserveverpflichtungen und denselben Einschränkungen durch Verordnungen unterworfen werden, wie die Banken. Das ist jedoch ein Plädoyer für die „zweitbeste“ Lösung, die vom gesellschaftlichen Standpunkt aus nicht notwendig eine Verbesserung bedeutet. Da nämlich die Angleichung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den Banken und den konkurrierenden Finanzinstituten nur die Verteilung gegebener Ressourcen auf die beiden Gruppen verbessern würde, führt eine vergleichbare Besteuerung aller intermediären Finanzinstitute im Vergleich zu anderen ökonomischen Leistungen zu einer gesellschaftlich nicht optimalen Restriktion der gesamten finanziellen Transaktionen. Der sich daraus ergebende gesellschaftliche Verlust könnte den Gewinn einer besseren Verteilung der Ressourcen unter den intermediären Finanzinstituten aufwiegen. Vom gesamtwirtschaftlichen Standpunkt aus ist ein Fortschritt eher durch eine Verringerung der versteckten „Steuerlast“ zu erreichen, die den Banken durch die derzeitigen Mittel der Geldpolitik aufgebürdet wird.

### III. Probleme der Effizienz der Stabilitätspolitik

Stabilitätspolitik im oben definierten Sinne ist der Einsatz der staatlichen Mittel der Geldpolitik, der Finanzpolitik und möglicherweise der Wechselkurspolitik sowie direkter und selektiver Kontrollen mit dem



Ziel, die Wirtschaft trotz plötzlicher destabilisierender Entwicklungen im ökonomischen System auf dem jeweils angestrebten Wachstumspfad zu halten. Die generellen Kennzeichen der möglichen Korrekturmaßnahmen sind aus der Keynes'schen Einkommenstheorie und den damit verbundenen Theorien der Fiskal- und Geldpolitik bekannt. Diese Theorien sind jedoch in Kategorien der statischen Gleichgewichtsanalyse konzipiert, wogegen das Stabilitätsproblem den Einsatz politischer Instrumente verlangt, die mit einer variierenden („zeitlich verteilten“) Verzögerung auf das ökonomische System einwirken, das sowohl auf spontane als auch auf durch staatliche Maßnahmen induzierte Änderungen entsprechend seiner eigenen zeitlich verteilten Verzögerungsstruktur antwortet. Dieser Tatbestand wirft ein Effizienzproblem im Hinblick auf Konzeption und Anwendung der Stabilitätspolitik auf, ganz abgesehen von dem noch zu untersuchenden Effizienzproblem hinsichtlich der Wahl des jeweils gewünschten Entwicklungspfades der Wirtschaft.

Im Idealfall sollten die für die Stabilitätspolitik Verantwortlichen sowohl über umfassende Kenntnisse über die zeitlich verteilten Verzögerungsstrukturen, auf die die Wirtschaft bei spontanen und politisch induzierten Änderungen reagiert, als auch über die Möglichkeit verfügen, die durch die Stabilitätspolitik auszugleichenden spontanen Änderungen exakt im voraus abzuschätzen. Dann wäre eine perfekte (oder beinahe perfekte) Stabilisierung möglich. In der Praxis sind die Fähigkeiten der Voraussage jedoch begrenzt, und die wirtschaftspolitischen Instanzen werden ihre Maßnahmen in großem Umfang darauf abstellen müssen, auf Abweichungen der gegenwärtigen oder gerade vergangenen Wirtschaftsentwicklung vom gewünschten Wachstumspfad zu reagieren. Darüber hinaus sind die Kenntnisse von der Struktur und der Zeitverteilung der Reaktionslags der Wirtschaft auf spontane und politisch induzierte Änderungen ebenfalls begrenzt. Angesichts dieser Situation stellt sich die Frage, ob das Konzept der wirtschaftspolitischen Reaktionen auf Abweichungen der tatsächlichen von der gewünschten Entwicklung leistungsfähig genug ist, ob die Maßnahmen der Stabilitätspolitik, wie sie traditionellerweise — besonders von der Zentralbank — praktiziert werden, in Richtung auf eine wesentliche Verbesserung der Stabilität der Wirtschaft hin wirken, und ob die Stabilisierungsmaßnahmen der Zentralbank nicht dadurch verbessert werden könnten, daß sie durch ökonomische Analyse und empirische Erforschung des Stabilitätsproblems sicher fundiert werden.

Die Aufgabe, ein leistungsfähiges Konzept wirtschaftspolitischer Reaktionen auf Abweichungen der tatsächlichen von der gewünschten Ent-

wicklung zu finden, ähnelt dem Problem der Mechanik, leistungsfähige automatische Kontrollsysteme zu entwickeln (z. B. die Thermostaten für die Regulierung der Raumtemperatur, Autopiloten für die Luftfahrt). Es wurde am gründlichsten von ökonomisch interessierten Elektroingenieuren untersucht, insbesondere von A. W. Phillips. Diese Untersuchungen haben die Wichtigkeit einer schnellen Reaktion der wirtschaftspolitischen Instanzen auf beobachtete Abweichungen klar gemacht. Je länger die Verzögerung in den politischen Reaktionen ist, um so geringer ist der Grad der erreichbaren Stabilisierung; um so wahrscheinlicher ist es, daß von einer politischen Reaktion bestimmter Art destabilisierende statt stabilisierende Wirkungen auf das System ausgehen. Weniger augenfällig, aber in mancher Hinsicht noch wichtiger ist die Tatsache, daß ein leistungsfähiges System ökonomischer Steuerung (Stabilisierung) eine Kombination von drei Reaktionstypen erfordert, deren Ausmaß und Zusammensetzung von den generellen Eigenschaften des zu steuernden ökonomischen Systems, von der Zeitdauer der Anpassungsreaktionen des Systems und von den Strukturen der verschiedenen Verzögerungen abhängt.

Jeder der drei Typen von Steuerungsmaßnahmen basiert auf einer bestimmten Methode, die Abweichung der Wirtschaftsentwicklung zu erfassen. So ist das System proportionaler Steuerungsmaßnahmen an dem jeweiligen Grad der Abweichung orientiert, das System integraler Steuerungsmaßnahmen an ihrem kumulativen Wert und das System derivativer Steuerungsmaßnahmen an ihrer Änderungsrate. Jeder Typ hat aus der Sicht einer wirksamen Stabilisierung Vor- und Nachteile. Die proportionale Steuerung hat den Vorzug, die Wirtschaft in die richtige Richtung zu bringen, solange sie sich außerhalb der Zielrichtung befindet. Jedoch kann sie aus eben diesem Grunde das Ziel der Stabilisierung selbst nicht erreichen; darüber hinaus verursacht sie bei einer genügend starken Wirkung der Steuerungsmaßnahmen, die mit einer genügend langen Verzögerung einsetzt, wirtschaftliche Schwankungen. Die integrale Steuerung hält die Wirtschaft in der Zielrichtung, wenn sie sich bereits in dieser Richtung bewegt, und kann sie im Falle von Abweichungen auf den gewünschten Pfad zurückbringen. Jedoch schießt sie sehr leicht über das Ziel hinaus, insbesondere dann, wenn sie mit einer großen Verzögerung wirkt. Die derivative Steuerung kann die Wirtschaft auf jedem Niveau stabilisieren, auf dem sie sich gerade befindet. Aber sie kann ebenfalls Schwankungen um dieses Niveau verursachen, wenn sie in hoher Dosierung, aber mit großer Verzögerung eingesetzt wird. Deshalb erfordert eine wirksame Stabilisierung eine kombinierte Anwen-



dung der Methoden, wobei ihr relativer und absoluter Einsatz nach den oben genannten Eigenschaften des ökonomischen Systems bestimmt werden muß.

Die ingenieurmäßige Behandlung der Erfordernisse einer effizienten Stabilitätspolitik läßt vom ökonomischen Standpunkt einiges zu wünschen übrig. Sie formuliert das Problem rein mechanisch in einer Weise, daß eine Annäherung an den gewünschten stabilen Wachstumspfad erreicht werden soll, ohne nach den sozialen Kosten einer Abweichung von diesem Pfad oder der Reaktion der Wirtschaft auf die Steuerungsmaßnahmen selbst zu fragen. Darüber hinaus wird — etwas inkonsistent — angenommen, daß Störungen nicht vorhergesehen und Verzögerungen in der wirtschaftspolitischen Reaktion auf Abweichungen nicht geändert werden können, daß jedoch die notwendige Kenntnis der Verzögerungsstrukturen bei den Anpassungsreaktionen der Wirtschaft sehr wohl erworben werden kann. Jedenfalls wirft die Analyse die Frage nach der wahrscheinlichen Leistungsfähigkeit traditioneller Informationsprozesse der Zentralbankpolitik für die Stabilitätspolitik auf und macht die Notwendigkeit deutlich, die Verzögerungsstrukturen der Wirtschaft und der politischen Reaktionen auf Veränderungen wissenschaftlich zu untersuchen und die Ergebnisse solcher Studien bei der Konzeption angemessener wirtschaftspolitischer Reaktionen heranzuziehen.

Die Tatsache, daß die wirtschaftspolitischen Entscheidungsinstanzen auf Änderungen des Wirtschaftsablaufs nur verzögert reagieren und daß die Wirtschaft sich Änderungen der Wirtschaftspolitik nur verzögert anpaßt, sowie außerdem die Vermutung, daß besonders die zuletzt genannten Verzögerungen recht veränderlich sind, hat (insbesondere in den USA und in geringerem Umfang auch in Kanada) eine Reihe von Geldtheoretikern zu der Frage bewogen, ob die traditionellen Maßnahmen der Zentralbankpolitik überhaupt viel zur Stabilität der Wirtschaft beitragen können. Einige Theoretiker — insbesondere Milton Friedman — sind durch theoretische und empirische Studien zu der Überzeugung gelangt, daß bei dem gegenwärtigen Wissensstand und den derzeitigen institutionellen Gegebenheiten Bemühungen um eine kurzfristige Stabilisierung eher Schaden als Nutzen stiften. Sie haben deshalb gefolgert, daß solche Eingriffe zu Gunsten einer „monetären Regel“ aufgegeben werden sollten, welche die geldpolitische Instanz verpflichtet, das Geldangebot um eine stetige Rate entsprechend der normalen Zuwachsrate der Geldnachfrage zu erhöhen, wie sie sich in einer bei stabilen Preisen expandierenden Wirtschaft ergibt. Diesem Vorschlag liegt unter anderem



der Gedanke zugrunde, daß eine feste Regel dieser Art zwar nicht so gut ist wie eine ideale Stabilitätspolitik, daß sie jedoch bessere Erfolge erzielen könnte als die gegenwärtig praktizierte Stabilitätspolitik. Dabei steht die Annahme im Hintergrund, daß willkürliche Änderungen der Geldpolitik eine bedeutsamere Ursache für wirtschaftliche Störungen waren als spontane Änderungen innerhalb des privaten Sektors der Wirtschaft und daß es das vordringliche Problem der Stabilitätspolitik ist, stabile monetäre Rahmenbedingungen zu schaffen, innerhalb derer der private Sektor rational kalkulieren kann.

Eine Reihe von Ökonomen hat sich in jüngster Zeit mit einer anderen Möglichkeit befaßt, die stabilitätspolitischen Steuerungsmethoden der Zentralbank so zu verbessern, daß sie ihre Ziele besser erreichen kann. Man kann sich die Zentralbank (oder — allgemeiner — die wirtschaftspolitischen Entscheidungsinstanzen) formal als eine Institution vorstellen, die zum einen ihre Entscheidungen auf der Basis bestimmter „Indikator“-Variablen trifft, die so gewählt werden, daß sie den gegenwärtigen Zustand und die Entwicklungsrichtung der Wirtschaft widerspiegeln, und die zum anderen die „Instrument“-Variablen der Politik so einsetzt, daß sie das Niveau der „Ziel“-Variablen ändern, die ihrerseits als bedeutsam für die Steuerung des Niveaus der wirtschaftlichen Aktivität angesehen werden. (Ein und dieselbe Variable kann in mehr als einer Eigenschaft verwendet werden.) Das Problem einer Maximierung der Effizienz zerfällt dann in eine Reihe von Unterproblemen bei der Wahl der verlässlichsten Indikator-Variablen und bei der Wahl der Ziel-Variablen, die sowohl der Kontrolle durch das zentralbankpolitische Instrumentarium zugänglich als auch bedeutsam für die Steuerung der Wirtschaft sein müssen. Diese Wahlakte erfordern eine empirisch gesicherte Kenntnis von der Struktur der Wirtschaft und ihrer Reaktionsverzögerung. Einer der Hauptstreitpunkte auf diesem Gebiet ist die Frage, wie die Zentralbank die Wirtschaft zu steuern versuchen sollte: durch die Kontrolle des Zinsniveaus oder durch die Kontrolle einer Geldmenge wie z. B. des gesamten Geldangebots, der Kassenreserven der Banken, der „freien“ Reserven des Bankensystems, oder der Primärliquidität des gesamten Geldsystems. Theoretisch spricht einiges eher für die Kontrolle einer Geldmenge als der Zinssätze und unter den Geldmengen für die Kontrolle der Primärliquidität (wegen der Unmittelbarkeit der Steuerung und wegen der klareren theoretischen Relevanz der zu steuernden Größe). Jedoch kann die Kontroverse nur durch empirische Untersuchungen entschieden werden.

Ähnlich wie die Verwendung der Kontrollsystemtechnik in dem oben diskutierten Konzept geldpolitischer Reaktionen krankt auch dieser Ansatz daran, daß die Stabilität an sich als politisches Ziel und als Erfolgsmaßstab genommen wird. Selbst auf dieser mechanischen Basis ist es nicht leicht, einen allgemein anerkannten Maßstab für den Stabilitätsgrad der Wirtschaft zu entwickeln. Im weiteren theoretischen Rahmen hat die kurzfristige Stabilisierung jedoch den Zweck, die wirtschaftliche Wohlfahrt der Gesellschaft zu erhöhen. Ein ökonomisches Maß für den Erfolg der Stabilitätspolitik hätte also zu spezifizieren, worin die Wohlfahrt in diesem Zusammenhang bestehen soll und wie sie von den Maßnahmen der Stabilitätspolitik beeinflusst wird. Eine Haupteigenschaft des Stabilitätskonzeptes als einer politischen Zielvorstellung ist die, daß Stabilität die Zuverlässigkeit der Kalkulationen und Vorausschätzungen erhöht, aufgrund derer die Ressourcen auf die gegenwärtigen Verwendungsarten sowie auf den gegenwärtigen Verbrauch und auf die Investition zur Befriedigung zukünftiger Bedürfnisse verteilt werden. Diese Interpretation des Zwecks der Stabilitätspolitik deutet darauf hin, daß sowohl die Formulierung der Politik als auch die Bewertung ihres Erfolges einer formalen Definition der ökonomischen Kosten der Instabilität bedürfen, die etwas komplexer sein müßte als ein mechanischer Maßstab für die Abweichung der Indikatorvariablen von einem Trend oder einer Norm. Sie weist ebenso darauf hin, daß es interne Widersprüche zwischen dem Ziel der Stabilitätspolitik und der dafür eingesetzten Mittel geben kann, insofern als die stabilisierenden Maßnahmen durch ihren störenden Einfluß auf die aus früheren Erfahrungen gewonnenen Erwartungen der Öffentlichkeit möglicherweise mehr Verzerrungen der privaten ökonomischen Kalkulation verursachen als sie verhindern. Wie schon erwähnt, nehmen die Verfechter der „monetären Regel“ an, daß die Stabilität durch Ausschaltung der Möglichkeit willkürlicher und eigenmächtiger Änderungen der Zentralbankpolitik verbessert werden könnte. Unabhängig davon, ob diese Annahme berechtigt ist oder nicht, ist es offensichtlich, daß die Kenntnis der Faktoren, durch die die Erwartungen des Publikums geformt werden, und des Einflusses der stabilitätspolitischen Maßnahmen auf diese Erwartungen von großer Bedeutung für die Konzeption einer kurzfristigen Stabilitätspolitik sind. Diese Maßnahmen können nur befriedigend angewandt werden, wenn sie der Verzögerungsstruktur der Wirtschaft Rechnung tragen.



#### IV. Probleme der Effizienz langfristiger Wirtschaftspolitik

Aufgabe der kurzfristigen Stabilisierungspolitik ist es, die Abweichungen der Wirtschaft vom angestrebten Entwicklungspfad zu minimieren. Aufgabe der säkularen Wirtschaftspolitik ist es, den anzustrebenden Entwicklungspfad selbst zu bestimmen. Während das für diese gesellschaftliche Wahlhandlung relevante Zielbündel zumindest die vier Standardziele: Vollbeschäftigung, Preisstabilität, befriedigendes Wirtschaftswachstum und Zahlungsbilanzgleichgewicht umfaßt und durch die Forderung nach einer gerechten Einkommensverteilung als fünftes Ziel ergänzt werden kann, hat sich die Analyse dieser Wahlhandlungen wegen ihres Einflusses auf den Einsatz der makroökonomischen Instrumente der Stabilitätspolitik (Geld- und Fiskalpolitik) auf die beiden ersten Ziele konzentriert; und zwar insbesondere auf den Konflikt oder die mögliche Vereinbarkeit von Vollbeschäftigung und Preisstabilität.

Nachdem die Keynes'sche „Allgemeine Theorie“ Vollbeschäftigung zu einem legitimen Ziel der Wirtschaftspolitik gemacht hatte, wurde sehr bald die Möglichkeit eines Konfliktes zwischen den Zielen Vollbeschäftigung und Preisstabilität im wirtschaftspolitischen Schrifttum herausgearbeitet. (Als sich die Politik noch auf das Erreichen von Preisstabilität beschränkte, entdeckte man für ein System fixierter Wechselkurse einen ähnlichen Konflikt zwischen interner und externer Stabilität; ein Konflikt, der noch immer existent ist, aber im Rahmen dieses Beitrags nicht behandelt werden soll.) Die Analyse dieses Konflikts und der dadurch bedingten gesellschaftlichen Wahlhandlungen befaßte sich jedoch nur mit der Herausarbeitung des Problems und der Untersuchung der Möglichkeit, es durch institutionelle Reformen in Richtung auf eine Vervollkommnung des Wettbewerbs auf den Güter- und Arbeitsmärkten abzuschwächen, bis schließlich die eigentliche Wahlhandlung durch das Konzept der „Phillips-Kurve“ formalisiert wurde.

In ihrer einfachsten Form unterstellt die Phillips-Kurve eine Beziehung zwischen dem Prozentsatz an Arbeitslosigkeit in einer Wirtschaft und der Zuwachsrate der Preise und Löhne (wobei die Zuwachsrate der Preise um die Zuwachsrate der Produktivität kleiner ist als die Zuwachsrate der Löhne). Dabei steigt die Inflationsrate überproportional, wenn der Grad der Unterbeschäftigung sinkt, und nimmt unterproportional ab, wenn der Grad der Unterbeschäftigung wächst. (In den idealisierten geometrischen Darstellungen der Lehrbücher geht die Inflationsrate asymptotisch gegen unendlich, wenn sich die Arbeitslosenquote dem Wert Null nähert. Nimmt der Grad der Unterbeschäftigung zu, wird die In-

flation zur Deflation, und die Deflationsrate nähert sich mit steigender Arbeitslosenquote asymptotisch einem konstanten Wert.) Diese Hypothese wurde sehr populär durch die Tatsache, daß frühe empirische Studien aufgrund britischer Zahlen die Existenz einer erstaunlich stabilen ökonomischen Relation dieser Art zu beweisen schienen; neuere Untersuchungen haben jedoch sowohl die theoretischen Grundlagen dieser Kurve als auch ihre empirische Relevanz in Frage gestellt.

Unterstellt man den Phillips-Kurven-Zusammenhang als gegeben, so sieht sich die Gesellschaft zu der Entscheidung für eine gesellschaftlich optimale Kombination von Arbeitslosigkeit und Inflation veranlaßt, auf deren Erreichen Geld- und Fiskalpolitik ausgerichtet werden. Darüber hinaus wird sie versuchen, durch Beeinflussung der Wettbewerbsbedingungen die Phillips-Kurve so weit wie möglich in eine günstigere Lage mit weniger Inflation bei einer gegebenen Unterbeschäftigungsquote und umgekehrt zu bringen. Die Wahl eines Punktes auf einer gegebenen Phillips-Kurve läßt sich formal mit einem gesellschaftlichen Präferenzsystem verbinden, das einer geringeren Unterbeschäftigung und geringerer Inflation einen größeren gesellschaftlichen Wohlfahrtswert zuordnet, wobei die optimale Wahl durch den Tangentialpunkt einer Indifferenzkurve dieses Präferenzsystems mit der Phillips-Kurve dargestellt wird.

So populär diese Formalisierung auch ist, entbehrt sie doch leider des ökonomischen Gehalts, da sie einfach postuliert, die Gesellschaft sei in der Lage, in irgendeiner unspezialisierten Weise mehr Arbeitslosigkeit gegen mehr Inflation abzuwägen, um zu einer günstigeren Position zu gelangen. Jedoch sind die Inflationsrate und der Grad der Unterbeschäftigung — anders als Nüsse und Äpfel bei einer konventionellen einzelwirtschaftlichen Präferenztheorie — keine exakt vergleichbaren Wahlobjekte, die — wie in diesem Modell unterstellt — rational bewertet werden können. Unter einem bestimmten Blickwinkel kann das Bestreben, Inflation zu vermeiden oder Vollbeschäftigung aufrechtzuerhalten, in der Tat sehr sinnvoll als Widerstreit der Klasseninteressen der Bourgeoisie und der Arbeiterschaft angesehen werden. In diesem Fall kann der Konflikt nur durch eine Machtprobe innerhalb der Gesellschaft entschieden werden, und die Lösung steht in keiner Beziehung zu einem übergeordneten Konzept gesellschaftlicher Wohlfahrt.

Wenn ein generelles Wohlfahrtskonzept Anwendung finden soll, erscheint es notwendig, über die bloße Behauptung einer gesellschaftlichen Präferenzfunktion, deren Gegenstand Inflations- und Beschäftigungs-raten sind, zu einer Analyse der relativen sozialen Kosten von Inflation



und Arbeitslosigkeit zu kommen. Die Formulierung dieser Kosten erweist sich als schwieriger, als man auf den ersten Blick annehmen möchte.

Im Hinblick auf die Arbeitslosigkeit scheint es das Gegebene zu sein, die sozialen Kosten durch den Verlust an potentielllem Output zu messen, den sie verursacht. Der US-Council of Economic Advisers ist zum Beispiel dieser Methode gefolgt. Jedoch führt dieser Maßstab aus verschiedenen Gründen leicht zu einer Überschätzung der sozialen Kosten.

Einer der wichtigsten Einwände ist der, daß eine Beschäftigungsexpansion zum Teil zu einer Reduktion der Arbeitslosigkeit führt, zum Teil aber auch zu einer Ausweitung des Arbeitsangebots durch verstärkte Einbeziehung von Hausfrauen, älteren und jüngeren Leuten und durch Überstundenleistungen des gegebenen Arbeitsangebots. In dem Maße, in dem das Arbeitsangebot auf Kosten anderer Aktivitäten gesteigert wird, die zwar zur wirtschaftlichen Wohlfahrt beitragen, aber mit den konventionellen Methoden der Volkseinkommens- oder Sozialproduktsbestimmung nicht erfaßt werden (wie die häuslichen Dienstleistungen der Hausfrauen oder auch nur der Genuß von Freizeit) ist die Zunahme des Outputs, die mit der Steigerung der Beschäftigung verbunden ist, offensichtlich weitgehend fiktiver Natur. Umgekehrt ist auch die Reduktion des Outputs in Verbindung mit einer steigenden Arbeitslosenrate in dem Ausmaß weitgehend fiktiv, in dem sich Arbeitskräfte, die sich im Indifferenzbereich zwischen bezahlter Arbeit und unbezahlten Beschäftigungen befunden haben, aus dem Arbeitsangebot zurückziehen oder ihre Arbeitsstunden einschränken. Das Problem wird noch bedeutsamer, wenn es sich bei den Aktivitäten, die enge Substitute zur bezahlten Arbeit sind, um Investitionen zur Steigerung der zukünftigen Erwerbsfähigkeit handelt; zum Beispiel wenn die Lage auf dem Arbeitsmarkt die Wahl der Jugendlichen zwischen sofortiger Arbeitsaufnahme und längerer Schulbildung beeinflusst, oder wenn Überstunden mit dem Selbststudium konkurrieren. Außerdem ist auch zu berücksichtigen, daß die Zeit der Erwerbslosigkeit für den einzelnen Arbeitslosen für gewöhnlich von gewissem Wert ist, sei es als Freizeit, sei es als Zeit der Eigenbeschäftigung zur Verbesserung des Haushalts, oder sei es als Gelegenheit, sich auf dem Arbeitsmarkt nach besseren Beschäftigungsmöglichkeiten umzusehen. Sollen die wirklichen sozialen Kosten des durch die Unterbeschäftigung verursachten Outputausfalls ermittelt werden, so muß der Wert dieses Verlustes um den Wert der genutzten „Muße“ vermindert werden.

Was die Inflation anbetrifft, so sind ihre sozialen Kosten davon abhängig, ob die Wirtschaftssubjekte mit der Inflation rechnen oder nicht.

Wird die Inflation als nicht erwartet unterstellt, so daß die Wirtschaftssubjekte trotz der herrschenden Geldentwertung ihre Entscheidungen weiterhin auf der Basis einer angenommenen Geldwertstabilität treffen, so verursacht die Inflation keine wirklichen sozialen Kosten (Verschwendung von Ressourcen), sondern nur eine Umverteilung der Ressourcen zu Lasten derer, die Aktiva mit fixiertem Nominalwert besitzen, und zu Gunsten derer, deren Verpflichtungen in ihrem Nominalwert fixiert sind. Man kann jedoch diesen Umverteilungen sowohl einen sozialen Verlust oder auch einen sozialen Gewinn zuschreiben, je nachdem, ob sie als unerwünscht oder als erwünscht angesehen werden. Wird dagegen die Inflation als erwartet unterstellt, so daß die Kalkulationen, die den Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte zugrundeliegen, die aktuelle Preissteigerungsrate mit einbeziehen, so werden die Marktzinssätze auf Wertpapiere und nominell fixierte Kredite steigen, um die Entwertungsrate des Geldes abzudecken, und auf dem Markt für nominell fixierte Schuldtitel kommt es nicht zur Umverteilung der Ressourcen von Gläubigern zu Schuldern. Bei den monetären Anlageformen, deren Verzinsung sich nicht aus dem Wettbewerb ergibt, kommt es jedoch zu einer Umverteilung realer Ressourcen von den Gläubigern zu den Schuldern. Besonders dann, wenn durch Konvention oder Gesetz das Bargeld und vielleicht auch die scheckfähigen Bankeinlagen unverzinslich sind, verlieren die Besitzer von Geld reale Ressourcen (an die Geldemittenten, an die geldpolitischen Instanzen und möglicherweise auch an die Geschäftsbanken). Da dieser Verlust voraussetzungsgemäß erwartet wird, werden die Geldbesitzer bemüht sein, ihre Kassenhaltung einzuschränken, indem sie sie auf verschiedene Art durch reale Ressourcen zu substituieren suchen (zum Beispiel durch häufigere Einkommenszahlungen oder eine bessere Koordinierung von laufenden Einnahmen und Ausgaben). Diese Substitution bringt eine Verschwendung von Ressourcen mit sich, die zusammen mit den sozialen Kosten oder Gewinnen, die man der Ressourcenumverteilung von den Geldbesitzern zu den Geldemittenten beimessen will, die sozialen Kosten der Inflation darstellen.

Die Erfassung der Kosten und Erträge alternativer Kombinationen von Inflation und Arbeitslosigkeit sowie die Auswahl des optimalen Punktes auf der Phillips-Kurve entsprechend dem Kriterium der Kostenminimierung sind jedoch nur unter der entscheidenden Annahme möglich, daß die Lage der Phillips-Kurve von der erwarteten Inflationsrate unabhängig ist, so daß sich die Gesellschaft nach Belieben durch einen entsprechenden Einsatz der Fiskal- und Geldpolitik auf der Kurve ent-



lang bewegen kann. Friedman und Phelps haben kürzlich eingewandt, daß diese Annahme keinen ökonomischen Sinn ergibt, und daß die Phillips-Kurve folglich als Basis für eine langfristige Wirtschaftspolitik völlig ungeeignet ist. Sie behaupten, daß die statistische Phillips-Kurve aus historischen Zeitreihen abgeleitet wurde, die durch beachtliche Schwankungen der Preisbewegungen und folglich durch Unsicherheit über die zu erwartende Inflations- oder Deflationsrate gekennzeichnet waren. Deshalb drückt die Kurve nur die Durchschnittserwartung über zukünftige Preisbewegungen während der Periode aus (die als eine durchschnittliche Erwartung von Preisstabilität angenommen werden kann). Wenn die geldpolitische Instanz, anstatt Schwankungen des Beschäftigungsgrades und der Inflationsrate zuzulassen, versuchen sollte, die Wirtschaft auf einen bestimmten Punkt der Phillips-Kurve zu fixieren, der durch eine positive Preisveränderungsrate gekennzeichnet ist, würden die Wirtschaftssubjekte diese Preisveränderungsrate schließlich erwarten und versuchen, sie in ihre Lohnverhandlungen und Preissetzungsentscheidungen mit einzubeziehen. Infolgedessen würde sich die Phillips-Kurve nach oben verschieben: Die Arbeitslosenquote, die ursprünglich der Preisstabilität zugeordnet war, würde allmählich jene Inflationsrate erfordern, die die Geldpolitik als Zielgröße gewählt hat, so daß der soziale Ertrag einer geringeren Arbeitslosigkeit als der bei Preisstabilität möglichen allmählich verschwinden würde und kein Ausgleich für die Kosten der Inflation bliebe. Umgekehrt könnte ein Beschäftigungsgrad, der höher ist als der bei Preisstabilität mögliche, nur bei einer ständig zunehmenden Inflationsrate und bei entsprechend steigenden sozialen Kosten aufrecht erhalten werden.

Nach dieser Analyse sieht sich die Gesellschaft in der Tat nicht mit der Wahl alternativer Kombinationen von Inflationsraten und Arbeitslosenquoten konfrontiert. Die zu treffenden Wahlentscheidungen beinhalten vielmehr die Erzielung vorübergehender Gewinne aus einer niedrigeren Arbeitslosenquote für die laufende Periode und für die nahe Zukunft um den Preis größerer Inflationskosten in der ferneren Zukunft. Die gesellschaftlich optimale Wahl hängt dann von den Verzögerungen ab, mit denen die Wirtschaft ihre Erwartungen an Erfahrungen anpaßt, sowie von der gesellschaftlichen Zeitpräferenzrate, mit der die gegenwärtigen Gewinne aus einer erhöhten Beschäftigung und die zukünftigen Kosten einer schnelleren Inflation diskontiert werden.

Wenn eine gesellschaftliche Zeitpräferenzrate von Null unterstellt wird, oder wenn nur der langfristige Gleichgewichtswachstumspfad der

Wirtschaft ins Auge gefaßt wird, bedeutet effiziente Wirtschaftspolitik die Wahl der optimalen Inflations- oder Deflationsrate. Dieses Problem berührt einige sehr komplexe theoretische Sachverhalte, wenn man einerseits annimmt, die wirtschaftspolitischen Instanzen könnten nur mit Hilfe der Geldpolitik via Preisveränderungsrate auf das Wirtschaftswachstum einwirken, und wenn andererseits (wie es in den gegenwärtigen Wachstumsmodellen für eine Geldwirtschaft üblich ist), die Sparrate als von der Inflationsrate abhängig angesehen wird. Unterstellt man jedoch, daß die Politiker genügend andere Mittel zur Verfügung haben, so daß der Analytiker in der Lage ist, den Einfluß des gewählten Preistrends auf das monetäre Verhalten von seinem Einfluß auf die „reale“ Seite des ökonomischen Systems zu trennen, dann wird die Lösung viel einfacher. Wenn das unterscheidende Merkmal des Geldes — im Vergleich zu anderen Vermögensarten — seine explizite Nichtverzinslichkeit ist, folgt aus den Prinzipien der Wohlfahrtsmaximierung, wie sie im Teil II dieses Beitrags analysiert wurden, daß die optimale Geldpolitik auf eine Preisdeflation gerichtet ist, wobei die Deflationsrate der Verzinsung nichtmonetärer Anlagen gleich sein muß. In diesem Fall ergibt sich auf die Kassenhaltung ein impliziter Zinssatz, der ausreicht, zur optimalen Kassenhaltung anzuregen, der also die marginalen privaten Kosten der Geldhaltung auf ihre marginalen sozialen Kosten (die annähernd null sind) reduziert. Wenn andererseits das System der Geldversorgung mit den Erfordernissen des sozialen Optimums in Übereinstimmung gebracht würde, wie es in Teil II diskutiert wurde, wäre die Kassenhaltung der Wirtschaftssubjekte unabhängig von der angestrebten Inflations- oder Deflationsrate optimal, da die Realverzinsung der Geldhaltung dieselbe wäre wie die Realverzinsung anderer Anlageformen. Die gewählte Preisveränderungsrate wäre im Hinblick auf die angestrebte gesellschaftliche Wohlfahrt neutral. Ist das der Fall, so könnte man fordern, die Geldpolitik solle sich lieber um Preisstabilität bemühen als um irgendeine von Null verschiedene Preisveränderungsrate, sei sie inflationärer oder deflationärer Art. Wie gesagt, sind die Kosten rationaler ökonomischer Kalkulation bei Preisstabilität geringer als bei irgendeiner erwarteten Preisveränderungsrate, selbst wenn diese mit Sicherheit erwartet wird.

### Literaturnachweise

*Teil I (Allgemeines):* Milton Friedmann, A Program for Monetary Stability, New York 1959. — Harry G. Johnson, Monetary Theory and Policy, American Economic Review, Bd. 52, Nr. 3 (Juni 1962), S. 335—84, wiederabge-



druckt als Kapitel I, S. 15—72 in: ders., *Essays in Monetary Economics*, London 1967. — Harry G. Johnson, *Alternative Guiding Principles for the Use of Monetary Policy in Canada*, Princeton International Finance. Series Nr. 44 (November 1963), wiederabgedruckt als Kapitel VI, S. 195—236, in: ders., *Essays in Monetary Economics*, London 1967. — *Teil II*: Harry G. Johnson, *The Report on Bank Charges*, *The Banker's Magazine*, 204 (August 1967), S. 64—68. — Allan Meltzer, *Major Issues in the Regulation of Financial Institutions*, *The Journal of Political Economy*, Supplement, Bd. 75, Nr. 4, Teil II (August 1967), S. 482—501; und Kommentare von M. A. Adelman, A. L. Marty, James Tobin und Charles E. Walker. — *Teil III*: A. W. Phillips, *Stabilization Policy in a Closed Economy*, *Economic Journal*, Bd. 59, Nr. 254 (Juni 1954), S. 290—323. — T. R. Saving, *Monetary-Policy Targets and Indicators*, *The Journal of Political Economy*, Supplement, Bd. 75, Nr. 4, Teil II (August 1967), S. 446—56; und Kommentare von George Horwich und William C. Hood. — *Teil IV*: Harry G. Johnson, *Money in a Neo-Classical One-Sector Growth Model*, Kapitel IV, in: ders., *Essays in Monetary Economics*, London 1967. — E. S. Phelps, *Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time*, *Economica*, Bd. 34, Nr. 135 (August 1967), S. 254—81. — A. W. Phillips, *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1862—1957*, *Economica*, Bd. 25, Nr. 100 (November 1958), S. 283—99. — G. L. Reuber, *The Objectives of Canadian Monetary Policy, 1949—61: Empirical 'Trade-Offs' and the Reaction Function of the Authorities*, *Journal of Political Economy*, Bd. 72, Nr. 2 (August 1964), S. 109—32.