

Möglichkeiten und Grenzen einer antizyklischen Geldpolitik*

Von Ulrich Teichmann, Frankfurt

I. Die Geldpolitik — für mehr als ein Jahrzehnt in den Schatten der Fiskalpolitik gerückt, die zuerst ihre Hoffnung auf die Variation der Ausgaben, dann aber stärker auf die der Einnahmenseite setzte, die gleichwohl in der Restriktionsphase stets ohne sichtbaren Erfolg blieb — rückt in jüngster Zeit immer stärker in den Mittelpunkt der konjunkturpolitischen Diskussion; und dies weniger durch subtilere instrumentelle Vorschläge als vielmehr durch die strikte Forderung der Neo-Quantitätstheoretiker, auf kurzfristig wirkende antizyklische Maßnahmen zu verzichten¹.

Friedman leugnet nicht, daß die Geldpolitik die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verändern kann. Ihre antizyklische Wirkung sei aber in der Vergangenheit stets zu spät erfolgt und deshalb auf eine inzwischen veränderte konjunkturelle Situation getroffen und habe dadurch konzyklisch und nicht — wie gewollt — verstetigend gewirkt; kurz: Die Geldpolitik selbst sei in der Vergangenheit eine „Hauptquelle ökonomischer Störungen“ gewesen².

* Unsere Analyse beschränkt sich auf ein geschlossenes Modell. Zu den Fragen und Problemen, die sich durch eine Verbindung mit ausländischen Geld- und Gütermärkten ergeben, vgl. z. B. *Alfred Bosch* und *Reinhold Veit*, *Theorie der Geldpolitik*, Tübingen 1966, S. 18 f. und 79 - 85, und die Jahresgutachten des Sachverständigenrats von 1964, dort insbes. das Gutachten von *F. A. Lutz* und *E. Sohmen*, 1968 und 1969.

¹ Vgl. hierzu auch den modifizierten Ansatz *Brunners*, der „sich auf den Zinsmechanismus konzentriert; oder besser gesagt, auf die zentrale Rolle des Mechanismus der relativen Preise für Vermögen, für Verbindlichkeiten und den Output“, während *Friedman* mittels eines „stabilen Rahmens“ auf die Verhaltensweisen bzw. die Erwartungen zielt (*Karl Brunner*, *Eine Neuformulierung der Quantitätstheorie des Geldes*, in: *Kredit und Kapital*, 3. Jg. (1970), S. 1 - 29; hier S. 29; und *Milton Friedman*, *Die optimale Geldmenge und andere Essays*, München 1970, S. 151). Eine mitunter etwas bissige Kritik am *Friedman'schen* Konzept übt *Nicholas Kaldor* (in: *Die neue Geldlehre*, in: *Ifo-Studien*, 16. Jg. (1970), S. 41 - 65; hier: S. 49 ff.).

² *Friedman*, *Die optimale Geldmenge*, S. 150.

Diesem Vorwurf wollen wir im folgenden nachgehen, dessen empirischen und theoretischen Gehalt überprüfen und versuchen, Auswege aus der gegenwärtigen Erfolglosigkeit der Geldpolitik aufzeigen.

II. Bei passiver — und sogar trotz begrenzt restriktiver — Geldpolitik trifft eine konjunkturelle Expansion in der Regel auf einen elastischen, ausdehnbaren Finanzierungsspielraum. Je nach dem konjunkturtheoretischen Standort wird dieses Faktum als — leider — unvermeidbar oder als unerläßlich für ein Wachstum, das sich stets und notwendig unter mäßigen zyklischen Schwankungen vollzieht, angesehen.

Das finanzwirtschaftliche Risiko, das aus einer intensiveren Nutzung der vorhandenen (Bank-) Liquiditätsquellen und vor allem aus einer zunehmenden industriellen Verschuldung resultiert, wird im Aufschwung durch den Druck und die Sicherheit überwunden, die von der expandierenden Nachfrage ausgehen³. Sie führen und verleiten vor allem die Unternehmen, aber auch die Haushalte zu gewagteren, die zukünftige Einnahmeentwicklung vorwegnehmenden Finanzierungen ihrer steigenden Ausgaben.

In den Gewinnraten, die neben der wachsenden Nachfrage im wesentlichen die Investitionen bestimmen, sind zumeist Reserven, d. h. Risikomargen, eingeplant. Im fortgeschrittenen Aufschwung ist — vor allem als Folge der nachhinkenden Löhne — die limitierende Rate häufig weit überschritten, die Kapazitäten können an vielen Stellen der Nachfrage nicht folgen bzw. sind überlastet. Die Unternehmen sehen deshalb einer zukünftig durch eine restriktive Konjunkturpolitik verlangsamten Nachfrageexpansion relativ gelassen entgegen.

Mit jeder kreditfinanzierten Investition gehen die Unternehmen aber neben dem Investitionsrisiko ein zusätzliches Finanzierungswagnis ein.

³ Vgl. z. B. *Artur Woll*, Monetäre Aspekte einer wachstumsadäquaten Geldpolitik, in: *Hans K. Schneider* (Hrsg.), Beiträge zur Wachstumspolitik (Schriften des Vereins für Socialpolitik, N. F., Bd. 55), Berlin 1970, S. 90 - 108; hier S. 102, und die Berechnungen *Kleinewefers'* zur Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit „in der Zeit der finanziellen Anspannung 1966“ (in: Die Politik der Deutschen Bundesbank in dem Konjunkturzyklus 1964 - 1968, in: *Kredit und Kapital*, 3. Jg. (1970), S. 31 - 79; hier: S. 38 f.). Diese Lücke in der monetären Steuerung sehen auch die Neo-Quantitätstheoretiker. Sie glauben aber, daß durch die konsequente Politik der kontinuierlichen Geldmengensteigerung eine Veränderung der Verhaltensweisen herbeigeführt werden kann, die diese Lücke schließt. Vgl. *Hans Besters*, Geldpolitik am Scheideweg, in: Die Aussprache, 21. Jg., (1971), S. 43 - 46; hier: S. 45. Siehe hierzu auch *Bernhard Ziese*, Zur Neubegründung der Quantitätstheorie, Tübingen 1970, S. 20 - 24.

Dieses wird nicht entsprechend den Gewinnerwartungen bestimmt — sie sind mittelfristig orientiert und sinken allmählicher —, es wird geprägt von der extrem kurzen Frist, ist also wesentlich konjunkturreegibler als die Gewinnerwartungen. Ist die Liquidität im Boom bis an die Grenzen ausgeschöpft, sind zukünftig eingehende Erlöse schon für bereits erteilte Aufträge gebunden, dann müssen die Unternehmen unverzüglich auf eine veränderte konjunkturelle und monetäre Situation reagieren. Drohen die zukünftigen Einnahmen zu sinken, dann *müssen* die heutigen Aufträge, die zu späteren Auszahlungen führen, vermindert werden. Das finanzielle Gleichgewicht der Unternehmung *muß* stets gesichert sein. Es ist ein zwingender Faktor und duldet keinen — auch nur vorübergehenden — Aufschub⁴.

Die im Boom angehäuften Auftragsbestände und die aufgeschobenen Rationalisierungsinvestitionen könnten eine von Multiplikator und Akzelerator bestimmte güterwirtschaftliche Kontraktion auffangen, falls der Liquiditätsdruck, der schon durch einen erwarteten, noch nicht einmal eingetretenen Nachfragerückgang ausgelöst werden kann, den Abschwung nicht beschleunigt. Mit den ersten Anzeichen einer restriktiven Wirkung setzt aber meist schon der Wettlauf nach Liquidität ein und damit gleichzeitig der Rückzug der gegen den Willen der Zentralbank im Aufschwung geschaffenen objektiven (z. B. durch interindustrielle Verschuldung) und subjektiven (durch eine verringerte Liquiditätspräferenz) Liquidität ein — in einem Moment also, in dem die konjunkturelle Fehlentwicklung dem angestrebten gleichgewichtigen Verlauf einen Schritt nähergebracht ist, die Stabilität als erreicht erscheint.

Dieser Prozeß — wir wollen ihn den monetären Verstärker nennen — ist die Nachwirkung der Einschränkung der Refinanzierungsmöglichkeiten durch binnen- oder außenwirtschaftliche Maßnahmen und des Druckes der Nachfrage, die beide zusammen die Unternehmen während der Expansionsphase zu außerbanklichen (und deshalb) risikoreicheren Liquiditätsquellen treiben. Gelingt es nach weiteren Liquiditätsstillegungen, die Nachfrage — meist erst verspätet — doch noch zu kürzen, dann löst dieser momentane Erfolg aber zugleich den Faktor aus, der die gewollte Restriktion verschärft und damit tiefer in die Rezession zwingt, also zum anschließenden Mißerfolg führt. In diesem Sinne ist auch die Aussage *Haberlers* zu verstehen, daß der „reale“ Zyklus ohne „die monetären Komplikationen . . . eine ziemlich harmlose Angelegenheit ist“⁵.

⁴ Vgl. hierzu z. B. *Wolfgang Stützel*, Liquidität, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Bd. 6, S. 622 - 629; hier: S. 626 und 628 f.

Der Konjunkturverlauf wird im wesentlichen durch den Auftragseingang und die Finanzierungsrelationen bestimmt. Im Boom steigt der Auftragseingang vorerst noch weiter an, während sich die Liquiditätsbedingungen infolge der expansiven Lohnpolitik und der kontraktiven Geld- und Fiskalpolitik zusehends verschlechtern. Da mit dem Rückgang des Auftragseingangs gleichzeitig die interindustriellen Verschuldungsmöglichkeiten aus dem finanziellen Sicherheitsstreben der Unternehmen heraus schwinden, droht die Gefahr einer deflatorischen Abwärtsspirale. Sie allein wollen wir unterbrechen, wenn wir vorschlagen, in Erwartung des steigenden (Bank-)Kreditbedarfs die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft zu verbessern. Der beginnende Abwärtsprozeß wird transparenter und damit kontrollierbarer, da er dann — im wesentlichen — durch den Auftragseingang allein und nicht mehr durch zwei dependente und deshalb in ihrer Wirkung kaum prognostizierbare Faktoren bestimmt wird.

Um den monetären Verstärker auszuschalten, hätte die Zentralbank schon bei den ersten Anzeichen einer nachlassenden güterwirtschaftlichen Expansion Liquidität in den Kreislauf zu geben, d. h. die angespannte Geldpolitik zu lockern, um dem Rückgang der außerbanklichen Mittel bzw. der steigenden Liquiditätspräferenz entgegenzuwirken. Mit ihr gäbe sie den Unternehmen in der Phase sinkender Aufträge externen finanziellen Rückhalt, der es ihnen erlaubt, der weiteren Entwicklung dann mit mehr Ruhe entgegenzusehen zu können.

Das behutsame Lockern der monetären Restriktionen heißt aber nun nicht unbedingt, daß die konjunkturpolitische Aufgabe erfolgreich abgeschlossen, das Stetigkeitsziel erreicht ist. Allein den monetären Verstärker können wir damit unterlaufen und das Netz befestigen, das den aus dem verzögerten, dann aber harten Greifen der Bremsen folgenden Abschwung auffangen kann.

Falls die bisherigen Dämpfungsmaßnahmen noch nicht genügen, kann es sinnvoll sein, zum Ausgleich des expansiven Effektes der aufgelockerten Geldpolitik die Nachfrage mit fiskalpolitischen Mitteln zusätzlich zu kürzen und sie noch näher an die Angebotsmöglichkeiten heranzu-

⁵ *Gottfried Haberler*, Beeinflussung der Wirtschaftsstabilität durch monetäre Kräfte, in: *Zeitschrift für Nationalökonomie*, Bd. XVIII (1958), S. 60 - 87; hier: S. 79. — Vgl. auch *Hicks*: „In the downturn of the real cycle we have a most effective agent for the detonation of the monetary mine.“ *Richard John Hicks: A Contribution of the Theory of the Trade Cycle*, repr., Oxford 1965, S. 160.

führen, bevor die weitere Aufgabe der Entspannung den systemimmanten Kräften überlassen werden kann⁶. (Ist die kontraktive Fiskalpolitik mit Geldstillegungen verbunden, so müßte dieser Effekt zusätzlich ausgeglichen werden.) In diesem Fall stünden — zur gleichen Zeit getroffen — restriktive und expansive Maßnahmen nebeneinander, die aber — einander entgegengerichtet — auf verschiedene, aufeinanderfolgende Phasen des Zyklus zielen.

Auf den ersten Blick erscheint diese Strategie zwar widersprüchlich, man könnte fast sagen: paradox. Da die einzelnen Phasen des Zyklus aber jeweils kausal miteinander verknüpft sind, d. h. aus den vorhergehenden gleichsam erwachsen, hat eine Stetigkeitspolitik, die entsprechend ihrer Zielsetzung kurz- mit mittelfristigen Momenten verbinden will, bei ihren Maßnahmen auch die Auswirkungen auf die zukünftigen Phasen mit in das Kalkül einzubeziehen und gegebenenfalls schon bzw. noch während der Restriktionen Vorsorge zu treffen, um deren mögliche negativen, nicht gewollten Folgen, z. B. den monetären Verstärker, zu mildern.

Mit anderen Worten: Maßnahmen einer gesamtzyklischen Politik müssen keineswegs (immer und unbedingt) gleichzeitig und gleichgerichtet getroffen werden — wie es z. B. *Giersch* und an ihn anschließend der Sachverständigenrat fordern⁷ — oder gleichmäßig wirken. Sie haben nicht lediglich eine Situation zu verändern, z. B. eine Übernachfrage abzubauen, mit ihnen wollen wir den gesamten Zyklus in die Hand bekommen, d. h. die konjunkturellen Schwankungen minimieren. Und hierzu kann es nötig werden, daß monetär expansive und fiskalpolitisch restrikt-

⁶ Den Verzicht auf eine Politik hoher Zinsen schlagen z. B. *Fellner* und *Hansen* aus anderen, spezifisch wachstumspolitischen Gründen vor. Sie wollen die Investitionen schonen und den (hoch-)konjunkturellen Ausgleich vorwiegend über fiskalpolitische, den Konsum treffende Mittel anstreben. *William Fellner*, Rapid Growth as an Objective of Economic Policy, in: American Economic Review (Papers and Proceedings), Vol. L (1960), S. 93 - 105, hier: S. 103, und *Alvin H. Hansen*, Appropriate Monetary Policy, 1957 - 1960, in: Review of Economics and Statistics (Suppl.), Vol. XLII (1960), S. 255 - 256. — Zur Kontroverse zwischen Fiskalisten und Monetaristen siehe die vergleichende Gegenüberstellung der konjunkturpolitischen Konzepte bei *David I. Fand*, Ein monetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses, in: Kredit und Kapital, 3. Jg. (1970), S. 361 - 383, hier insb. Kap. IV: Eine monetaristische Betrachtung der Fiskalpolitik, und die von *Fand* zitierten Autoren.

⁷ *Herbert Giersch*, Lohnpolitik und Geldwertstabilität, Kiel 1967, S. 3, und Sachverständigenrat: Sondergutachten März 1967, Ziff. 12.

tive Mittel zwar zur gleichen Zeit eingesetzt, aber aufeinanderfolgende Phasen, das eine vorbeugend, das andere gegen die jetzige Übersteigerung gerichtet, vorübergehend nebeneinander bestehen⁸.

In der vorgeschlagenen „paradoxen“ Konzeption wird ein Teil der restriktiven Kompetenzen im ausklingenden Boom von der Notenbank, die in der BRD weitgehend autonom ist, auf die Fiskalpolitik, deren Träger die dem Parlament bzw. dem Wähler verantwortliche Regierung ist, übertragen. Sie stellt hohe Anforderungen an die fiskalpolitischen Instanzen, die bei kontraktiven Maßnahmen in der Regel zahlreiche parlamentarische und außerparlamentarische Widerstände zu überwinden haben. Es ist deshalb zweifelhaft, ob die konjunkturpolitische Praxis unserer theoretischen Konzeption in absehbarer Zeit folgen kann⁹.

Wir fassen noch einmal zusammen: Die restriktive Geldpolitik trägt im ausklingenden Boom zwar dazu bei, diesen zu verkürzen, aber meist erst dann, wenn sich dessen Ende ohnehin abzeichnet; und was wesentlich schwerer wiegt, nur auf Wegen, die ohne Zwischenaufhalte in die Rezession führen, d. h. sie beschleunigt den Abschwung und erschwert durch dessen Tempo und Ausmaß stabilisierende Gegenmaßnahmen¹⁰.

Bezogen auf die Restriktion im späten Boom können wir *Friedman* deshalb beipflichten. Ein Verzicht auf eine kontraktive Geldpolitik, die die Wende erzwingen will, hätte uns eine stetigere Entwicklung gebracht. Das soll aber noch lange nicht heißen, daß wir für einen *generellen* Ver-

⁸ Die prophylaktische Lockerung der monetären Restriktion gewährt den Unternehmen allerdings zusätzliche Überwälzungsspielräume, verletzt also — auf den ersten Blick — das Ziel Preisniveaustabilität. Auf längere Sicht kann sie aber auch positive, d. h. hier preisdämpfende, Wirkungen haben, indem (bzw. falls) sie (z. B.) den Abschwung in der Nähe des Gleichgewichts aufängt, die Produktions- und Investitionsverluste mindert und damit den Kapazitätsspielraum, in den die Nachfrage, ohne preissteigernd zu wirken, hineinwachsen kann, ausdehnt. — Vgl. hierzu vor allem *Gottfried Bombach*, *Trend, Zyklus und Entwicklung des Preisniveaus*, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 105 (1970), S. 256 - 276, hier: 260 ff., (von *Bombach* kritisiert) *Klaus Wieners*, *Geldpolitik und Wirtschaftswachstum*, Freiburg 1969, S. 20, und *Ulrich Teichmann*, *Konjunktur- und Wachstumspolitik — Konflikt oder Konnex*, Wiesbaden 1972, Kap. VI.1.

⁹ Vgl. vor allem *Anthony Downs*, *Ökonomische Theorie der Demokratie*, Tübingen 1968, S. 50 ff.

¹⁰ Siehe hierzu auch den (mehr) technischen Aspekt („Flexibilität und Schnelligkeit weisen der Geldpolitik häufig die erste Verteidigungslinie zu“), den z. B. *Walter W. Heller*, stark betont (*Das Zeitalter des Ökonomen*, Tübingen 1968, S. 89).

zicht auf antizyklische Geldpolitik plädieren; nur für diese eine Phase, den ausklingenden Boom, gilt unser Urteil, d. h. es ist phasenbezogen. Unsere geldpolitische Strategie, die wir dem *Friedman*'schen Konzept und der konventionellen Geldpolitik gegenüberstellen wollen, soll aber Antworten für den gesamten Zyklus und die durch ihn gestellten Fragen an eine Stetigkeitspolitik geben.

III. In der Rezession wirkt die Zentralbank ihrer antizyklischen Konzeption entsprechend auf niedrigere Zinsen hin. Um die restriktionsbedingten hohen Sätze des vergangenen Booms auf ein Niveau zu drücken, das die sinkende Nachfrage auffängt, Kreditwünsche, d. h. neben einer Konsolidierung auch Investitionen hervorruft, bedarf es einer bestimmten Zeit, da die Notenbank in der Regel die gegenwärtig geltenden (Re-) Finanzierungsbedingungen verändert, die Unternehmen aber vor allem langfristige Zusagen der Banken verlangen¹¹.

Der Kapitalmarktzins steht zwischen zwei erwartungsbestimmten Polen. Auf ihn wirkt (1) die vermutete zukünftige Zinsentwicklung, die abgeleitet wird aus Erfahrungen, evtl. modifiziert durch situationsspezifische Momente — durch sie wirft die Restriktionspolitik noch ihren Schatten auf eine ihr folgende monetäre Expansion —, und (2) die angenommene Dauer der auflockernden Maßnahmen. Eine in früheren Zyklen ausgeprägte, schnell von Expansion auf Restriktion umschaltende Politik läßt auch jetzt auf eine rasche Wende und damit nur kurze Zeit billigen Geldes schließen. D. h., die Art des früheren Einsatzes der geldpolitischen Mittel bestimmt deren jetzige Wirksamkeit, hier den Einfluß auf die Zinsen. Sie erschwert den Weg von widerrufbar den Banken eingeräumten Möglichkeiten zum langfristigen Kredit zu nachfrageaktivierenden Bedingungen.

Das Fazit lautet also: Häufige, auf die konjunkturellen Extreme gerichtete Wechsel der Geldpolitik mindern deren Effizienz. Sie entkräften

¹¹ Vgl. hierzu vor allem die empirischen Untersuchungen von *Ando, Brown, Solow* und *Kareken*, Lags in Fiscal and Monetary Policy, in: *Stabilization Policies*, Englewood Cliffs (N. J.) 1963, S. 1 - 163, hier: S. 2 - 7, den kritischen Überblick von *Harry G. Johnson*, Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik, Berlin 1969, S. 67 - 69, und die Systematik von *Ernst Dürr*, Time lags der Geldpolitik, in: *Kredit und Kapital*, 3. Jg. (1970), S. 129 - 147, hier: S. 142 f. Siehe auch *Werner Neubauer*, Strategien, Techniken und Wirkungen der Geld- und Kreditpolitik. Eine theoretische und empirische Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland, bisher unveröffentlichte Habilschrift, Frankfurt am Main 1971, S. 80 ff.

das Mittel, das in geeigneter Weise eingesetzt und mit fiskalpolitischen Instrumenten kombiniert durchaus helfen könnte, die konjunkturellen Schwankungen zu mildern.

Um das verzögerte Sinken der Zinsen in der Rezession zu beschleunigen, werden deshalb bei anhaltender Unterbeschäftigung die Liquiditätsschleusen weit geöffnet. Das hilft zweifelsohne. Ausmaß und Schnelligkeit des Zinsrückgangs reichen aber dennoch in der Regel nicht aus, um den schon begonnenen Abschwung noch aufzufangen. Die Zentralbank hat dann zwar auf ihrer Seite die Liquidität bereitgestellt, die unsichere konjunkturelle Entwicklung hält die Unternehmen aber u. U. noch eine gewisse Zeit davon ab, im notwendigen, die Vollbeschäftigung sichernden Umfang die von den Banken bzw. dem Kapitalmarkt vermittelten zinsgünstigeren Kredite aufzunehmen.

Mit dem Gelingen der expansiven Politik, zu dem auch fiskalpolitische Mittel oder ein wachsender Exportüberschuß beigetragen haben können, und dem sich verstärkenden Aufschwung fallen dann aber auch auf der Seite der Unternehmen die mehr psychologischen Sperren, und die von der Zentralbank zur Unterstützung der Zinssenkungstendenz freigegebenen Mittel werden zunehmend beansprucht. Der Aufschwung beschleunigt sich durch seine liquidisierende Wirkung gleichsam selbst — auch dann noch und vor allem dann, wenn er sich schon gefestigt hat und eine Übernachfrage sich abzeichnet.

Frühzeitige Eingriffe mit dem Ziel, die Liquidität, die allein die qualitative Funktion hatte, die Zinsen zu senken, der späteren quantitativen Nutzung vorzuenthalten, wären deshalb notwendig, um den verspäteten und dann ungewollten expansiven Effekt zu verhindern. Da der Liquiditätsabbau Zeit erfordert, müßte damit, noch bevor es von der Entwicklung der Nachfrage her gesehen notwendig wird zu bremsen, begonnen werden. Das Binden der Liquidität soll aber noch nicht den beginnenden Aufschwung hemmen, es soll lediglich die Voraussetzungen schaffen, die eine spätere, ohne längere Verzögerung wirksame restriktive Geldpolitik erlauben. Dem jetzigen quantitativen und qualitativen Liquiditätsbedarf soll nicht entgegengewirkt werden, allein dem zukünftigen. Der Entzug soll noch nicht nachfragewirksam werden, nur instrumentelle Vorsorge wird getroffen, um den erwarteten, schon programmierten Boom effizienter dämpfen zu können.

Die Notenbank setzt damit aber gleichzeitig ein Zeichen. Ihr Handeln kann und wird wohl auch ausgelegt werden, als sähe sie schon jetzt eine Notwendigkeit, gegen den Aufschwung, d. h. im Moment vor allem gegen

die steigenden Investitionen, vorzugehen¹². Auch das bloße Vorbereiten später einzusetzender Mittel greift eine noch nicht gefestigte Investitionsbereitschaft an der noch offenen psychologischen Flanke an. Unternehmen, die ihre Investitionen den gestiegenen Absatzerwartungen anpassen wollten, werden ihre Pläne revidieren und evtl. erst die weitere Entwicklung abwarten, da sie baldige wirksame restriktive Maßnahmen fürchten.

Der Signaleffekt einer vorsorgenden Geldpolitik, die allein die momentan noch „faule“, später aber den Boom finanzierende Liquidität stilllegen will, kann die sich sonst mit der Expansion verstärkende Investitionsneigung abbrechen. Der Aufschwung kippte dann, noch bevor er die Vollbeschäftigungsgrenze erreichte. Der Signaleffekt bindet deshalb der Notenbank so lange die Hand, bis die Expansion sich gefestigt hat, bis sie nicht mehr auf Zeichen allein reagiert, die psychologische Flanke also von der realen Entwicklung geschlossen ist. Während eine erst dann einsetzende restriktive Politik die erste durch die Liquiditätsschwemme in der Rezession selbsterrichtete Hürde überwindet, baut aber der Aufschwung schon die nächste mit den außerbanklichen Quellen und der sinkenden Liquiditätspräferenz auf.

Zusammengefaßt heißt das: In der Rezession verzögert sich die expansive Wirkung der auflockernden Kreditpolitik. Nicht benötigte quantitative Liquidität muß freigegeben werden, um sie qualitativ zu verbessern. Der Signaleffekt hindert den rechtzeitigen Abbau dieses Überschusses, der später den eingeleiteten Aufschwung beschleunigen hilft. Ein weiteres Anziehen der geldpolitischen Schraube greift dann die Nachfrage zwar an, kann aber über den monetären Verstärker in die Rezession führen.

IV. *Friedman* und in Deutschland z. B. *Haller*¹³ schließen nun aufgrund ähnlicher, vorwiegend statistisch-empirischer Analysen, daß die

¹² Diese — noch ungewollte — Signalwirkung steht der häufig geforderten „frühzeitigen“ restriktiven Geldpolitik entgegen (z. B. von *Klaus Wieners*, Geldpolitik und Wirtschaftswachstum, Freiburg 1969, S. 28, und von *Ernst Dürr*, Die konjunkturpolitische Bedeutung der Geld-, Finanz- und Einkommenspolitik, in: Die Aussprache, 18. Jg. (1968), S. 106 - 111; hier: S. 107.

¹³ *Friedman*, Die optimale Geldmenge, S. 125 - 156, *Heinz Haller*, Geldpolitik und Geldwertstabilität, in: Kredit und Kapital, 1. Jg. (1968), S. 367 bis 389; hier: S. 389, und *James W. Angell*, Appropriate Monetary Policies and Operations in the United States Today, in: Review of Economics and Statistics (Suppl.), Vol. XLII (1960), S. 246 - 252. — Vgl. aber auch die grundsätzliche, gegen diese Thesen vorgebrachte Kritik von *Paul A. Samuelson* (Reflections on Monetary Policy, in: Review of Economics and Statistics (Suppl.), Vol. XLII (1960), S. 263 - 269) und von *Claus Köhler*, der vor allem die tech-

konventionelle Geldpolitik kein geeignetes Mittel sei, den Zyklus zu steuern. Und — weitergehend — sie sei selbst Ursache konjunktureller Übersteigerungen, ein Faktor also, der Zyklen bildet und nicht einebnen. Sie fordern deshalb, auf eine auf kurzfristigen Ausgleich zielende Kreditpolitik zu verzichten, und die Geldmengen stattdessen an langfristigen Kriterien auszurichten, sie mit einer festen Rate allein saisonale (und evtl. auch steuerungstechnische) Unregelmäßigkeiten berücksichtigend, steigen zu lassen. „Weniger bedeutsam (sei dabei), welche spezifische Größe man wählt, als daß überhaupt eine Größe gewählt wird¹⁴.“

Der mit dem Blick rückwärts auf die kurzen Zyklen der Vergangenheit — gering eingeschätzt — Möglichkeit durch eine antizyklische Geldpolitik eine noch gleichmäßigere gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu erreichen, wird von ihnen die — als groß angesehene — Gefahr gegenübergestellt, den Zyklus durch eine Kreditpolitik, die verspätet wirkt, noch zu verstärken. Der bisher selten erreichte kurzfristige Ausgleich soll deshalb von vornherein zurückgestellt werden, um die — als sicher unterstellte — befriedigende zukünftige Entwicklung nicht zu gefährden. „Der lange Umweg“ scheint für *Friedman* „der sicherere Weg zu unserem Ziel“ zu sein¹⁵.

V. Die Geldpolitik der Vergangenheit war bisher stets den sichtbaren konjunkturellen Übersteigerungen entgegengerichtet, teils beabsichtigt, teils gezwungen durch die genannten Verzögerungen, die sie jeweils erst verspätet greifen ließen. Meist reagierte sie sogar erst auf die steigenden Preise, die der Nachfrage mit zeitlichem Abstand folgen¹⁶. (Dieser time
nische Durchführbarkeit anzweifelt (Geldwirtschaft, 1. Band: Geldversorgung und Kreditpolitik, Berlin 1970, S. 230 - 236).

¹⁴ *Friedman*, Die optimale Geldmenge, S. 154.

¹⁵ Ebenda.

¹⁶ Zu den Ursachen des Preis-Lags vgl. *Dieter Schneider*, Lohnänderungen und unternehmenspolitische Anpassungsprozesse, in: *Helmut Arndt* (Hrsg.), Lohnpolitik und Einkommensverteilung (Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N. F., Bd. 51), Berlin 1969, S. 232 - 254; hier: S. 252 f. — Zur Frage der konjunkturellen Indikatoren vgl. das Jahresgutachten 1970 des Sachverständigenrates, der dort ein sog. „Frühwarn-System“ entwickelt (Ziff. 142 - 145). Zum „trade off“ zwischen Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung vgl. *Robert J. Gordon*, Inflation in Recession and Recovery, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, H. 1 (1971), S. 105 - 144; hier: S. 142 - 144. Vgl. auch *Lawrence R. Klein* and *Ronald G. Bodkin*, Empirical Aspects of the Trade-Offs among three Goals: High Level Employment, Price Stability, and Economic Growth, in: *Inflation, Growth and Employment. A series of research Studies prepared for the Commission on Money and Credit*, Englewood Cliffs (N. J.) 1964, S. 367 - 428.

lag ist darauf zurückzuführen, daß kontraktive Maßnahmen meist erst dann politisch durchsetzbar sind, wenn die Preise — bedrohlich — steigen.) Die extremen Situationen aber erforderten entsprechend außergewöhnliche Anstrengungen, die sich, in die entgegengesetzten Richtungen gehend, infolge der kurzen vier- bis viereinhalbjährigen Zyklen zudem noch gegenseitig behinderten, da die in der vorangegangenen Phase geschaffenen monetären Bedingungen nicht rechtzeitig geändert werden konnten. Zu erkennen, daß diese Politik erfolglos bleiben muß, darf aber nicht heißen, daß monetäre Mittel ganz allgemein untauglich sind, Beschäftigungsschwankungen zu mildern.

Der Zyklus besteht nicht nur aus Hoch- und Tiefpunkt, dazwischen liegen die Phasen des Auf- und Abschwungs, in denen sich die Kraft entwickelt, die die Nachfrage zu den Extremen treibt. (Diese Tatsache ist zwar allgemein bekannt, wird aber gleichwohl in der konjunkturpolitischen Diskussion kaum beachtet. Rezession und Boom ziehen als markante Einschnitte die Blicke und Gedanken meist allein auf sich.) In den Zwischenphasen schon könnte versucht werden, die konjunkturelle Entwicklung näher an den angestrebten Wachstumspfad heranzuführen, denn die expandierende, in die Kapazitäten hineinwachsende Nachfrage reagiert noch wesentlich feinfühlicher auf antizyklische Maßnahmen¹⁷. Es besteht deshalb hier die Möglichkeit, mit kleineren — noch ohne längere, dann u. U. konzyklische Wirkungsverzögerungen — gehbaren Schritten, die eine kontinuierliche, mit dem Aufschwung gehende Politik erlauben, die Gesamtnachfrage zu lenken. Das konjunkturelle Risiko, das von einer Maßnahme ausgeht, wird geringer, da diese wesentlich leichter korrigierbar werden. Die Politik wird elastischer, ruhiger und transparenter, da sie keine unvorhersehbaren Wenden — mit kaum abschätzbaren psychologischen Wirkungen — kennt, sondern gleitend der Entwicklung angepaßt werden kann. Zusammengefaßt heißt das: Die Geldpolitik sollte nicht so gehandhabt werden, daß sie die Wirtschaft in der Rezession überreichlich mit Liquidität versorgt, deren langwieriger Abbau eine effiziente Geldpolitik im Aufschwung erschwert, u. U. sogar ausschließt, in einer Phase also, in der durch sie ein Boom, dessen Überwindung dann wiederum

¹⁷ Eine vorwiegend psychologische Begründung hierfür gibt z. B. *Haberler* (Gibt es noch einen Konjunkturzyklus? in: *Der Volkswirt*, H. 52/53 (1960), S. 69 - 73; hier: S. 70 f.) und z. B. *Anthony Y. C. Koo*, eine realwirtschaftliche: Im Aufschwung und Boom angehäufte Auftragsbestände verzögern die konjunkturelle Entspannung, d. h. die Wirkung auf die Preise und die Beschäftigung (Market Structure and the Differential Effects of Restrictive Monetary Policy, in: *Kyklos*, Vol. XX (1967), S. 924 - 934; hier: S. 934).

außergewöhnlich scharfe, (jetzt) restriktive Maßnahmen erfordert, verhindert werden könnte.

Gelingt es trotzdem nicht, eine Expansion rechtzeitig in den Griff zu bekommen, zeichnet sich also eine Übersteigerung ab, dann sollte die Geldpolitik im ausklingenden Boom vorzeitig den Druck lockern, ihn auf keinen Fall aber noch verschärfen, und die weitere Dämpfung, die sie zwar auch erzwingen könnte, der Fiskalpolitik überlassen. Eine abwartende Geldpolitik, die sich darauf konzentriert, den aus der oberen Wende folgenden Abschwung aufzufangen, hat dann bessere Möglichkeiten¹⁸ — vom ausgeschalteten monetären Verstärker einmal ganz abgesehen.

Der Verzicht, an der Liquiditätsschraube (z. B.) mit Hilfe von Mindestreserverhöhungen weiterzudrehen, hält den Kapitalmarkt funktionsfähig. Die Kanäle, in denen das kurzfristige Geld zum langfristigen Kredit fließt, bleiben erhalten. Die freigegebene Liquidität findet in der Rezession entsprechend schneller und reichlicher — ohne sich hier und dort an erfahrungsbedingten Sperren zu stauen — den Weg zu Finanzierungsbedingungen, die die Nachfrage stützen und Investitionen anregen¹⁹.

Besonders deutlich wurde der nachwirkende negative Effekt der harten und langdauernden Restriktionsphase in der Rezession 1966/67, als es trotz

¹⁸ Vgl. hierzu *Michael W. Keran*, Monetary Policy, Balance of Payments, and Business Cycles, in: Review (of) the Federal Reserve Bank of St. Louis, Vol. 49, Nr. 11 (Nov. 1967), S. 7 - 17; hier: S. 16 f., *John R. Meyer* and *Edwin Kuh*, The Investment Decision, Cambridge (Mass.) 1957, S. 347 und 367, und *Darryl R. Francis*, The New Economics and Monetary Policy, wieder abgedruckt in: Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank, Nr. 16 vom 4. März 1970, S. 21 - 24, hier: 23.

¹⁹ Ein nicht leistungsfähiger Kapitalmarkt zwingt die Unternehmen verstärkt auf eigene Mittel zurückzugreifen, d. h. der Geldpolitik auszuweichen (sie ineffizienter zu machen). Vgl. *John G. Gurley* and *E. S. Shaw*, Financial Aspects of Economic Development, in: American Economic Review, Vol. XLV (1955), S. 515 - 538; hier: S. 536. Investitionen werden dadurch evtl. nicht nur im Boom (das ist gewollt), sondern auch in der nachfolgenden Rezession (hier jedoch unerwünscht) zurückgestellt, bis die internen Mittel verfügbar sind. Einen Ausweg aus diesem Konflikt sucht *Karl Schiller*. Er will Geld- und Kapitalmarktzins voneinander „weniger abhängig ... machen“ (Preisstabilität durch globale Steuerung der Marktwirtschaft, Tübingen 1966, S. 15 f., und vgl. auch *Jürgen Siebke* und *Manfred Willms*, Das Geldangebot in der BRD, in: Zeitschrift für die ges. Staatsw., Bd. 126 (1970), S. 55 - 73; hier: S. 73). Diese Politik schont zwar den Kapitalmarkt, auf der anderen Seite beeinträchtigt sie aber die restriktive Wirkung der geld- und auch der fiskalpolitischen Mittel, da bzw. falls den Banken durch eine Kurspflege die Refinanzierung durch den Verkauf langfristiger Titel erleichtert wird.

expansiver Geldpolitik nicht gelang, die langfristigen Zinsen im notwendigen und erhofften Maß zu senken, da die „Verstimmung des Kapitalmarktes so nachhaltig war, daß sie auch jetzt (Ende 1967; der Verf.), nachdem die Liquiditätsschleusen längst wieder völlig geöffnet sind, noch nicht überwunden ist“²⁰.

Gelingt es mit dieser vorzeitig auflockernden Konzeption, den Nachfrageabfall näher am Gleichgewicht, verstanden als den mittelfristig angestrebten Wachstumspfad, aufzufangen, so erleichtert sich damit gleichzeitig die nachfolgende expansive, den Aufschwung einleitende Politik, da dann die Gewinnerwartungen und die Kapazitätsauslastungsgrade nicht so weit gesunken sind und die Unternehmen deshalb schneller anregende monetäre Impulse aufgreifen und über Investitionen oder Lageraufbau weitergeben. Bleibt die den Abschwung bremsende Politik dagegen erfolglos und sinkt die Nachfrage weiter ab, sollten auch hier nicht die Banken mit Liquidität überhäuft werden, um noch stärker auf den Zins zu drücken, sondern fiskalpolitische Mittel für die konjunkturelle Wende genutzt werden.

Im entfalteten und sich weiter verstärkenden Aufschwung brauchte dann nicht soviel — vorübergehend zwar funktionslose, später aber den Boom finanzierende — Liquidität abgetragen zu werden. Die Geldpolitik griffe früher, ohne daß sie ein vorzeitiges Kippen durch den Signaleffekt einer vorsorgenden Geldpolitik riskieren müßte. Schon der beginnenden Übersteigerung könnte mit dieser Strategie gewehrt werden, also noch bevor ein Nachfragedruck den Bremsweg verlängernde Auswege zu außerbanklichen Quellen öffnet und die Liquiditätspräferenz senkt.

VI. Mit unseren Ausführungen verfolgten wir zwei Ziele. Wir wollten die Ursachen für den verspäteten und deshalb meist konzyklischen Effekt der konventionellen Geldpolitik herausarbeiten und daran ansetzend Wege aufzeigen, um diese unerwünschte Wirkung wenigstens begrenzen, wenn nicht gar gänzlich ausschalten zu können. Die vorgeschlagene Therapie wies uns dann den Weg zu effizienteren Einsatzmöglichkeiten der Geldpolitik: Ist die ausgeprägte Übersteigerung einmal eingetreten, weil die konjunkturelle Dynamik die Wirkung der antizyklischen Mittel, z. B. infolge einer fehlerhaften Prognose, überwog, so sind die Möglichkeiten der Kreditpolitik, diese nachträglich zu kompensieren, ohne gleichzeitig

²⁰ *Eleonore Littich*, Die monetären konjunkturellen Wirkungen des Restriktionskurses der Bundesbank von 1964 bis 1966, in: *Wirtschaftskonjunktur*, 20. Jahrgang (1968), S. 43 - 48. Vgl. auch *Kleinewefers*, Die Politik der Deutschen Bundesbank, S. 77.

dadurch den Grundstein für die nächste, wiederum übertreibende Gegenbewegung in die Rezession zu legen, eng begrenzt. Eine Geldpolitik aber, die weniger auf die Extreme und mehr auf den dazwischenliegenden Auf- oder Abschwung gerichtet ist, kann es eher erreichen, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in die Hand zu bekommen. Diese Strategie ist nicht mehr allein kurzfristig ausgerichtet, sondern beachtet bei ihren Eingriffen die Auswirkungen auf die folgenden Phasen. Sie verzichtet u. U. auf den heutigen Einsatz eines Mittels zugunsten einer späteren Phase, in der es dadurch geeigneter genutzt werden kann und vollendet die jetzige Aufgabe mit Instrumenten aus anderen Bereichen.

Konjunkturpolitische Mittel — und das gilt nicht nur für die Geldpolitik — lassen sich, wie wir gesehen haben, nicht in jeder Phase des Zyklus gleich effizient nutzen. Auch die Intensität des Einsatzes in früheren Zyklen oder Phasen beeinflusst deren jetzige Wirksamkeit. Ein Urteil über antizyklische Instrumente bzw. das Aufstellen einer Rangordnung entsprechender Wirkungskoeffizienten, wie es z. B. *Tinbergen*, an ihn anschließend *Kirschen* u. a. und neuerdings auch *Baumgarten* und *Müchel* vorschwebt, bleibt deshalb von zweifelhaftem Wert, solange nicht die obengenannten modifizierenden Einschränkungen einbezogen werden²¹.

Summary

Possibilities and Limitations of Anticyclical Monetary Policy

In our presentation we have set out (1) to enumerate the causes of the belated and therefore mostly procyclical effect of conventional monetary policy (in particular, drawing attention to the monetary recession amplifier), and (2) to develop from this point of departure cyclical strategies which help at least to limit those undesired effects, if not to eliminate them completely. We came to the following conclusion: When a state of marked overstimulation has already been reached because the impact of dynamic cyclical forces outweighs the effect of the — mostly belatedly applied — anticyclical measures, the possibilities of credit policy for subsequently offsetting that overstimulation without simultaneously laying the foundation for the next, similarly exaggerated countertrend are strictly limited.

On the other hand, a monetary policy which is oriented not so much to cyclical extremes, but more to the intervening expansion and contraction

²¹ *Jan Tinbergen*, *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam 1952, S. 53 - 63, *E. S. Kirschen* u. a., *International vergleichende Wirtschaftspolitik*, Berlin 1967, S. 274 f., und *Peter Baumgarten* und *Wolfgang Müchel*, *Wirtschaftspolitische Zielkonflikte in der BRD*, Tübingen 1969, S. 26.

phases, is more likely to succeed in stabilizing the overall economic trend. But since extensive strains on liquidity in the boom and expansion of liquidity in the recession impose a liquidity handicap on anticyclical policy in the responsive intermediate phases, any monetary strategy must accordingly not be directed against current exaggerated trends for the short run only, but must make allowances in the measures adopted also for the impact on the following phases and include it in the cyclical policy calculus. For instance, it may be expedient to desist from present intensive employment of monetary instruments in favour of a later phase in which they can be used more appropriately, and to perform the current task with other means, as a rule the means of fiscal policy.

Résumé

Possibilités et limites d'une politique monétaire anticyclique

Les observations de l'auteur tentent d'une part de montrer les causes de l'effet tardif et donc souvent concyclique de la politique monétaire conventionnelle (en se référant en particulier aux renforcements monétaires de la récession), et d'autre part de développer en conséquence des stratégies de politique conjoncturelle, qui, si elles ne parviennent pas à éliminer complètement les conséquences indésirables, contribuent tout au moins à limiter celles-ci. L'auteur aboutit à la conclusion suivante: lorsqu'un dépassement excessif a été atteint, parce que le dynamisme conjoncturel l'a emporté sur les moyens anticycliques généralement mis en oeuvre trop tardivement, les possibilités de la politique du crédit de les compenser ultérieurement sans préparer simultanément les bases d'un mouvement excessif contraire, évoluent dans des limites très étroites.

Une politique monétaire en revanche, qui s'oriente moins sur les extrêmes conjoncturels que sur les essors et ralentissements intermédiaires, a plus de chances de s'adapter à l'évolution de l'économie globale. Mais comme le resserrement des liquidités en période de boom ou leur élargissement en cours de récession surcharge trop tôt la politique anticyclique pendant les phases intermédiaires sensibles, la stratégie monétaire ne peut plus simplement lutter à court terme contre les excès du moment, mais doit tenir compte dans ses mesures des effets que celles-ci auront sur les phases suivantes. Il pourrait donc s'indiquer de renoncer actuellement à l'utilisation intensive d'instruments monétaires au bénéfice d'une phase ultérieure, où leur intervention serait plus efficace, et de satisfaire à la tâche actuelle grâce à d'autres moyens, généralement d'ordre fiscal.