

Das Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik

Zu einem kritischen Aufsatz von H. G. Monissen*

Von Karl H. Ketterer, Berlin und Rüdiger Pohl, Hannover

Die *Monissen*'sche Kritik am Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik ist eine Untersuchung mit im vorhinein festgelegter Marschroute. *Monissen* orientiert sich im monetären Sektor mit Hilfe des geschlossenen Systems theoretischer Überzeugungen der *Brunner-Meltzer*-Schule, dessen Kernstück die Analyse von vermuteten Vermögensstruktureffekten der Geldpolitik bildet. Wer mit den Kategorien dieses Denkmodells konkurrierende Ansätze darstellt, muß zwangsläufig zu groben Mißdeutungen gelangen. So macht *Monissen* den — sicherlich bemerkenswerten — theoretischen Klimmzug, die potentialorientierte Kreditpolitik — eine Konzeption, die der Zentralbank die Steuerung von Zahlungsströmen zuweist — mit einem Modell zu „approximieren“, bei dem die Wirkungen zentralbankpolitischer Maßnahmen über die Beeinflussung von Vermögensbeständen ablaufen. Diese unzulässige Identifikation beeinträchtigt die Arbeit von *Monissen* erheblich und führt ihn zu falschen Schlüssen. Sie erschwert es demjenigen Leser, der mit dem zur Diskussion stehenden Konzept weniger vertraut ist, die Kritik *Monissens* zu würdigen. Wir halten es daher für angebracht, das Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik komprimiert darzustellen¹ und dabei die Einwände und Fehler der *Monissen*'schen Kritik im Systemzusammenhang zu behandeln.

* H. G. *Monissen*: Geldversorgung und Kreditpolitik: Kritische Anmerkungen zur monetären Konzeption von C. *Köhler*, in diesem Heft.

¹ Dieses Konzept ist ausführlich dargestellt in: C. *Köhler*, Orientierungshilfen für die Kreditpolitik, Berlin 1968; ders., Geldwirtschaft, Berlin 1970; ders., Potentialorientierte Kreditpolitik, Arbeitspapiere des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Heft 1, Berlin 1971; R. *Pohl*, Grundzüge einer Liquiditätstheoretischen Konzeption für die Zentralbankpolitik, WSI-Mitteilungen, 26. Jg., Heft 3 (1973), S. 105 ff.

1. Das Zahlungsvolumen und seine Finanzierungsquellen

Im Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik wird die Aufgabe der Zentralbank darin gesehen, Zahlungsströme zu lenken. Dahinter steht die Auffassung, daß die vorhandenen kreditpolitischen Instrumente überwiegend darauf angelegt sind, Geld- und Kreditströme zu beeinflussen und daß die Lenkung von Strömen überdies leichter fällt und effizienter ist, als die Aufgabe, Vermögensbestände in Bewegung zu bringen. In diesem Konzept ist die dominierende Funktion des Geldes die des Zahlungsmittels. Es ist dann konsequent, den Umfang der vorhandenen Geldmenge als vom Transaktionsvolumen (bestimmt von der Höhe der Geldeinkommen und dem Volumen der Tauschakte von Geld gegen Güter) abhängig zu sehen².

Die Ausgangsfrage des Konzepts der potentialorientierten Kreditpolitik ist, wie das im Zuge der Entstehung, Verteilung und Verwendung des Volkseinkommens entstehende Zahlungsvolumen finanziert wird. Das Zahlungsvolumen beträgt stets ein Mehrfaches des Volkseinkommens. Nicht nur Käufe von Konsumgütern und Investitionsgütern führen zu Zahlungen, sondern ebenso etwa Käufe von Vorleistungen durch Unternehmen oder die Begleichung von Steuerschulden. Daneben gibt es noch eine Reihe von Zahlungen, die nicht an die Ströme des Einkommenskreislaufs gebunden sind, sondern Folge reiner Finanztransaktionen sind, etwa die Einzahlung eines bestimmten Geldbetrages auf ein Sparkonto.

Wirtschaftssubjekte, die eine Zahlung durchführen wollen, können dafür ihre bereits vorhandene Geldmenge oder eine aus Geldkapital (z. B. Termin- und Sparguthaben) beschaffbare Geldmenge einsetzen. Besitzen sie beides nicht in ausreichendem Umfang, können sie sich Geld grund-

² Das Geld als Wertaufbewahrungsmittel anzusehen, erscheint heute — angesichts der vielfältigen Möglichkeiten einer rentierlichen Anlage von Finanzvermögen — als kaum noch zu rechtfertigen. Gerade die Kritik an der *Keynesischen* Geldnachfragefunktion (Spekulationskasse) bestand zu einem wesentlichen Teil darin, daß *Keynes* als einzige Alternative zur Geldhaltung die Haltung von „bonds“ berücksichtigte. Hier setzte die Portfolioanalyse der Yale Schule um *Tobin* an, die die Vielzahl von Alternativen zur Geldhaltung in die Analyse mit einbezog. Mit *Westphal* läßt sich heute feststellen: „Die Spekulation kommt vielmehr in Vermögensumschichtungen zwischen den verzinslichen und risikolosen Forderungen einerseits und den höher verzinslichen, aber risikoreicheren Anlagen andererseits bzw. in der Umschichtung innerhalb dieser letzten Anlageformen zum Ausdruck. An die Stelle der Nachfrage nach Geld für spekulative Zwecke tritt z. B. die entsprechend motivierte Nachfrage nach Termin- und Spareinlagen.“ (U. *Westphal*: Theoretische und empirische Untersuchungen zur Geldnachfrage und zum Geldangebot, Tübingen 1970, S. 23).

sätzlich durch die Aufnahme eines Bankkredits beschaffen. In diesem Sinne wird in dem Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik von den beiden Finanzierungsquellen Geld und Kredit gesprochen. Die Finanzierungsquelle „Geld“ umfaßt dabei die vorhandene Geldmenge einschließlich der durch Mobilisierung von Geldkapital beschaffbaren Geldmenge. Die Bedeutung des Kredits ergibt sich aus der Tatsache, daß der Kredit auch solchen Wirtschaftssubjekten Zahlungen ermöglicht, die nicht über genügend hohe Zahlungsmittelbestände verfügen.

Betrachtet man diese Rolle des Kredits im Finanzierungsprozeß, so ist es nur logisch, wenn die potentialorientierte Kreditpolitik die Bruttokreditgewährung in die Analyse einbezieht, und nicht die Nettokreditgewährung, wie es *Monissen* für ökonomisch plausibel hält. Ein einfaches Beispiel soll dies bestätigen. Angenommen, ein Wirtschaftssubjekt *A* nimmt einen Kredit in Höhe von 10 Geldeinheiten (GE) auf und leistet eine Zahlung in Höhe von 10 GE an ein Wirtschaftssubjekt *B*, das mit den zufließenden Mitteln einen früher aufgenommenen Kredit tilgt. Die Nettokreditgewährung beträgt in diesem Fall Null GE. Gleichwohl ist eine Zahlung geleistet worden und zwar in Höhe der Bruttokreditgewährung. Entscheidend für den Zahlungsvorgang ist also die Bruttokreditgewährung. Ob infolge der Bruttokreditgewährung auch die Nettokreditgewährung steigt, hängt allein davon ab, wie der Zahlungsempfänger die ihm zufließenden Mittel verwendet, d. h. ob er sie zur Tilgung eigener Kreditschulden oder zur Ausdehnung seiner Bankguthaben verwendet. Wenn somit die Nettokreditgewährung für den Finanzierungsprozeß als unbedeutend angesehen werden muß, fehlt auch die Grundlage für *Monissens* weitere Kritik, daß die potentialorientierte Kreditpolitik die Möglichkeit eines Zahlungsvolumens von Null implizieren könne³.

Es ist nun weiter nach den Möglichkeiten einer zentralbankpolitischen Beeinflussung des Zahlungsvolumens zu fragen. Gelingt es der Zentralbank, die Finanzierungsquellen einzuschränken, müssen die Wirtschaftssubjekte einen Teil ihrer gewünschten Zahlungen mangels ausreichender Finanzierungsmöglichkeiten unterlassen, wodurch ein restriktiver Effekt auf das Volkseinkommen ausgelöst wird.

Unter den Finanzierungsquellen wird die vorhandene Geldmenge direkt nicht für steuerbar gehalten. Dies folgt unmittelbar aus der Überlegung, daß das Zahlungsmittel Geld am Zahlungsvolumen ausgerichtet

³ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 148.

wird. Die Geldhaltung ist somit mehr als ein Reflex denn als verursachender Faktor des Zahlungsvolumens anzusehen. Damit scheidet eine Regulierung des Zahlungsvolumens über die Steuerung der Geldmenge aus⁴.

Die zweite Finanzierungsquelle ist die Bruttokreditgewährung, und hier ist der entscheidende Ansatzpunkt für zentralbankpolitische Eingriffe in den Zahlungsprozeß. Die Kreditaufnahme eines Wirtschaftssubjekts ist der unmittelbare Ausdruck seines Zahlungswillens, das heißt, ein Wirtschaftssubjekt nimmt nur einen Kredit auf, wenn es damit eine Zahlung leisten will. Weiterhin zeigt die Kreditaufnahme an, daß der Kreditschuldner nicht über genügend bereits vorhandene Geldmenge verfügt, um seine Zahlungspläne realisieren zu können. Wenn die Zentralbank die Kreditgewährung unterbindet, verhindert sie eine Zahlung und übt damit einen restriktiven Effekt auf das Zahlungsvolumen aus.

Der Zugriff auf das Zahlungsvolumen geschieht also über die Bruttokreditgewährung. Die Kreditgewährung muß scharf unterschieden werden vom Kreditbestand. Der vorhandene Kreditbestand hat keinen Rang im Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik. Er ist als die Summe vergangener Nettokreditgewährungen ohne Bedeutung für die Finanzierung des gegenwärtigen Zahlungsvolumens. Hierfür allein entscheidend ist die gegenwärtige Bruttokreditgewährung.

Wenn auch das Schwergewicht auf der Kreditgewährung liegt, so heißt das nicht, daß Kreditgewährung und Geldhaltung als völlig isoliert betrachtet werden. Einmal ist es denkbar, daß für eine Reihe von Zahlungen gleichzeitig beide Finanzierungsquellen in Anspruch genommen werden müssen. Wenn z. B. ein Unternehmen ein Investitionsgut im Werte von 100 GE kaufen möchte, aber nur über eine Geldmenge von 30 GE verfügt, muß es den Rest in Höhe von 70 GE durch Kreditaufnahme decken. Der Einsatz der Geldmenge (30 GE) hängt also auch davon ab, ob das Unternehmen den Kredit erhält. Zum anderen kann infolge der Kreditgewährung auch die statistisch meßbare Geldmenge zunehmen. Angenommen, ein Wirtschaftssubjekt *A* nimmt einen Kredit über 10 GE auf und leistet damit eine Zahlung an ein Wirtschaftssubjekt *B*. *B* kann die zufließenden Mittel nun zur Erhöhung seiner Geldmenge, zur Erhö-

⁴ Dies wäre nur anders, wenn die Zentralbank — um eine Beweisführung von *Friedman* aufzunehmen — zusätzliches Geld von einem Hubschrauber aus auf die Wirtschaftssubjekte herabrieseln lassen würde. Hier würde die zusätzliche Geldmenge die Causa für eine Expansion des Zahlungsvolumens sein. Es braucht nicht näher ausgeführt zu werden, daß dieser Fall jenseits der ökonomischen Realität liegt.

hung seines Geldkapitals oder zur Tilgung etwaiger Bankschulden verwenden. Ein Geldmengeneffekt aus der Kreditgewährung ergibt sich nur in dem ersten Fall. In den anderen beiden Fällen bleibt die Geldhaltung konstant. Inwieweit die Kreditgewährung zu einer Geldmengensteigerung führt, hängt also allein davon ab, wie die Zahlungsempfänger die zufließenden Mittel verwenden. Dies wird wiederum durch seine Ausgabenpläne bestimmt. Plant *B* eine Erhöhung seiner Ausgaben, so wird er die ihm zufließenden Mittel bevorzugt zur Ausdehnung seiner Geldmenge verwenden. Die Wirkungskette von der Zentralbankpolitik zur Geldmenge lässt sich auf der Basis der potentialorientierten Kreditpolitik wie folgt darstellen: Zentralbankpolitik—Kreditgewährung—Zahlungsvolumen—Geldmenge. Sie unterscheidet sich demnach grundlegend von der quantitätstheoretischen Kette: Zentralbankpolitik—Geldmenge—Zahlungsvolumen (bzw. Volkseinkommen).

2. Bankenliquidität und Kreditgewährung

Banken sind nur zu einer Kreditgewährung imstande, wenn sie über einen ausreichenden Bestand an Zentralbankgeld verfügen, um etwaige Zentralbankgeldabflüsse infolge der Kreditgewährung ausgleichen zu können. Die Banken halten üblicherweise eine bestimmte Menge an Zentralbankgeld in Form von Bargeld und/oder von Sichtguthaben bei der Zentralbank. Dies sind die aktuellen Zentralbankgeldbestände der Banken. Daneben gibt die Zentralbank den Banken jedoch auch die Möglichkeit, bestimmte Aktiva jederzeit bei ihr in Zentralbankgeld einzutauschen. Dies sind die potentiellen Zentralbankgeldbestände der Banken. Die Existenz des potentiellen Zentralbankgeldes führt dazu, daß Banken auch dann Kredite gewähren können, wenn sie über keinerlei aktuelle Zentralbankgeldbestände verfügen. Zentralbankgeldabflüsse können sie durch die Mobilisierung des potentiellen Zentralbankgeldes ausgleichen. Aus diesem Grund ist für die Analyse der Kreditschöpfungsmöglichkeiten der Banken nicht nur das aktuelle Zentralbankgeld, sondern die Summe aus aktuellem und potentiellem Zentralbankgeld zu betrachten. Diese Summe wird als Liquidität der Banken bzw. als Liquiditätssaldo bezeichnet. Beide Begriffe, Bankenliquidität und Liquiditätssaldo, werden dabei synonym verwendet.

Die Einbeziehung des potentiellen Zentralbankgeldes in den Liquiditätssaldo zu würdigen, fällt den Monetaristen schwer. Die monetaristische Kerngröße, die Geldbasis, enthält nur aktuell vorhandenes Zentralbankgeld. Damit wird implizit jeglicher Einfluß des potentiellen Zen-

tralbankgeldes auf das Geldschöpfungsverhalten der Banken negiert. Dieser Ansatz trägt den institutionellen Verhältnissen in der Bundesrepublik Deutschland keine Rechnung, was auch folgende Zitate aus einigen neueren Untersuchungen belegen mögen. So schreibt G. Traut: „Für die USA genügt es eine Geldschöpfung aus dem bei Banken und Publikum befindlichen Zentralbankgeld zu unterstellen. Das deutsche Geldangebot wird aber nicht nur durch die vorhandenen Reserven, sondern auch dadurch beeinflußt, daß die Banken Liquiditätspolster besitzen, die jederzeit gegenüber der Bundesbank in Zentralbankgeld abforderbar sind⁵.“ Nach Neubauer werden in der Bundesrepublik Deutschland „gerade die Bestände der Banken an Liquiditätsanlagen (also an potentiellem Zentralbankgeld, d. Verf.) zu einem Geldschöpfungspotential. . . . Daraus kann der Schluß gezogen werden, daß die ‚Geldbasis‘ für deutsche Verhältnisse kein adäquates begriffliches Instrument darstellt“⁶. Auch für Steinmann ist klar: „Die potentielle (und nicht die realisierte) Basis bestimmt die Grenze des Geldangebots . . .⁷.“

Die konsolidierte Bilanz des Geschäftsbankensystems lässt sich nun wie folgt aufteilen: Die Bankaktiva setzen sich zusammen aus den liquiden Mitteln L und den Krediten der Banken an Nichtbanken K_n^b . Die liquiden Mittel sind die Summe aus dem aktuellen Zentralbankgeld L_a und dem potentiellen Zentralbankgeld L_p . Liquide Mittel und Nichtbankenkredite sind größtengleich den Passiva der Banken gegenüber Nichtbanken, d. h. den Einlagen von Nichtbanken bei den Banken E_n^b :

$$L + K_n^b = E_n^b \quad \text{mit}$$

$$L = L_a + L_p .$$

Für den Umfang des Liquiditätssaldos L ist nun entscheidend, welcher Teil der Bankaktiva als liquide Mittel und welcher Teil als Kredit an Nichtbanken anzusehen ist. Dies ist unproblematisch für das aktuelle Zentralbankgeld im Liquiditätssaldo. Es ist unbestritten, daß sich das aktuelle Zentralbankgeld aus den Bargeldbeständen der Banken und den

⁵ G. Traut, Das Geldangebotsverhalten der Kreditinstitute in der Bundesrepublik Deutschland von 1957 bis 1970, Bern und Frankfurt a. M. 1972, S. 39 f.

⁶ W. Neubauer, Strategien, Techniken und Wirkungen der Geld- und Kreditpolitik, Göttingen 1972, S. 104 f.

⁷ B. Steinmann, Versuch einer Verzahnung der Geldtheorie mit der Gütertheorie, Berlin 1971, S. 103. Ein Vergleich der Geldbasis mit dem Liquiditätssaldo findet sich bei R. Pohl, Geldbasis versus Liquiditätssaldo — Ein Vergleich zweier geldpolitischer Konzepte, WSI-Mitteilungen, 25. Jg., Heft 9 (1972), S. 282 ff.

Sichtguthaben der Banken bei der Zentralbank zusammensetzt. Abgrenzungsprobleme ergeben sich jedoch beim potentiellen Zentralbankgeld. Hier kommen die institutionellen Rahmenbedingungen des jeweiligen monetären Systems mit ins Spiel: Zum potentiellen Zentralbankgeld können nur jene Aktiva der Banken gezählt werden, bei denen die Zentralbank den *jederzeitigen Umtausch* in Zentralbankgeld gestattet. Aktiva, die nicht mit einer derartigen Umtauschzusage versehen sind, stellen auch kein potentielles Zentralbankgeld dar. Allein vom Willen der Zentralbank hängt es ab, ob ein Bankaktivum die Qualität potentiellen Zentralbankgeldes und damit die Liquiditätseigenschaft erhält. Die Zuordnung der Bankaktiva zum Liquiditätssaldo ist also kein theoretisches, sondern ein institutionelles Problem. Man muß für jedes Bankaktivum gesondert untersuchen, ob es im Rahmen der institutionellen Gegebenheiten Liquiditätseigenschaft hat oder nicht.

Unter den gegenwärtigen institutionellen Gegebenheiten in der Bundesrepublik hat das potentielle Zentralbankgeld folgende Bestandteile:

1. Inländische Geldmarktpapiere im Bestand der Banken:

Die Banken besitzen einen Bestand an Schatzwechseln und unverzinslichen Schatzanweisungen (U-Schätze), von denen ein Teil (nämlich die Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere) jederzeit, d. h. auch vor Fälligkeit, an die Deutsche Bundesbank zurückgegeben werden können. Dieser Teil der Schatzwechsel und U-Schätze hat daher Liquiditätseigenschaft.

2. Ausländische Geldmarktanlagen:

Die Banken können ihre kurzfristigen Forderungen an ausländische Banken und ihre ausländischen Geldmarktpapiere leicht mobilisieren. Die ihnen so zufließenden ausländischen Zahlungsmittel können sie ebenso wie die eigenen Bestände an ausländischen Noten und Münzen bei der Bundesbank gegen Zentralbankgeld eintauschen. Hier zeigt sich sehr deutlich die Bedeutung der institutionellen Verhältnisse: Die ausländischen Geldmarktanlagen können nur in einem System fester Wechselkurse als Liquidität angesehen werden, weil nur in diesem System die Zentralbank zum Ankauf der ihr angebotenen Devisen (an den Interventionspunkten) verpflichtet ist. Bei flexiblem Wechselkurs könnten die ausländischen Geldmarktanlagen nicht zu den liquiden Mitteln gerechnet werden: Die Banken hätten dann nämlich keinen Anspruch darauf, daß die Notenbank,

die den Banken aus der Auflösung der Anlagen zufließenden Fremdwährungsbeträge auch in Zentralbankgeld umtauscht.

3. Rediskontierfähige und rediskontierbare Wertpapiere:

Die Banken erwerben in ihrem Aktivgeschäft u. a. Wechsel und Schecks. Die Bundesbank setzt nun für jede Bank ein Rediskontkontingent fest. Die Banken können jederzeit Wechsel und Schecks im Umfang ihres Kontingents an die Bundesbank verkaufen. Voraussetzung ist, daß die einzureichenden Wechsel und Schecks refinanzierungsfähig sind, d. h. die von der Bundesbank aufgestellten Qualitätsanforderungen erfüllen. Der Bestand an refinanzierungsfähigen und refinanzierbaren (d. h. im Rahmen des Rediskontkontingents liegenden) Wechseln und Schecks ist daher dem Liquiditätssaldo zuzurechnen. Hierzu ein Beispiel: Die Banken verfügen über einen Wechselbestand von 100 GE. Davon seien 90 GE refinanzierungsfähig (Erfüllung der Qualitätsanforderungen). Die Banken haben ein Rediskontkontingent von insgesamt 30 GE. Davon seien 10 GE bereits durch vorangegangene Wechselverkäufe an die Bundesbank ausgenutzt. Somit verbleibt ein offenes Kontingent von 20 GE. Von dem Wechselbestand (100 GE) sind also nur 20 GE gleichzeitig refinanzierungsfähig und refinanzierbar. Nur sie können als liquide Mittel betrachtet werden, nicht dagegen die restlichen 80 GE. Hieran zeigt sich, daß ein Wechsel oder Scheck im Bestand der Banken nicht per se Liquiditätseigenschaft erhält. Dies hängt allein davon ab, ob das Wertpapier den Qualitätsbedingungen genügt und ob den Banken noch ein offenes Kontingent zur Verfügung steht.

4. Lombardfähige und lombardierbare Wertpapiere

Die Bundesbank ist bereit, den Banken Zentralbankgeld gegen die Verpfändung bestimmter Wertpapiere (Lombardkredit) zu gewähren. Das dafür geltende Kontingent wird von der Bundesbank ad hoc festgelegt, jedoch soll die Lombardkreditverschuldung der Banken 20 % des Rediskontkontingents nicht überschreiten⁸. Wertpapiere im Bestande der Banken müssen in dem Umfange zum Liquiditätssaldo gezählt werden, wie die Bundesbank noch zu einer Gewährung von Lombardkredit bereit ist.

⁸ Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 1971, S. 116.

Monissen behauptet, daß die Einbeziehung von Lombardkontingenten in den Liquiditätssaldo zu „Abgrenzungs- und Erfassungsschwierigkeiten führe“⁹. Er bezieht sich dabei auf die Tatsache, daß die Banken einige Wertpapiere, etwa Wechsel, alternativ entweder rediskontieren (im Rahmen des Rediskontkontingents) oder verpfänden (im Rahmen des Lombardkontingents) können. *Monissen* vermutet offenbar, daß diese Wertpapiere bei der Ermittlung des Liquiditätsaldos doppelt gezählt werden. Dies ist jedoch falsch. Ein einfaches Beispiel: Die Banken haben rediskontierbare und lombardierbare Wechsel im Werte von 100 GE. Ihre offenen Rediskont- und Lombardkontingente betragen je 10 GE. Zum Liquiditätssaldo zählen dann von den Wechseln $10 + 10 = 20$ GE. Anders sieht es aus, wenn die Banken bei gleichen Kontingenten nur über einen Wechselbestand von 5 GE verfügen. Zum Liquiditätssaldo können dann auch nur die 5 GE gezählt werden, obwohl die Kontingente insgesamt 20 GE ausmachen. Das offene Kontingent ist in diesem Fall in Höhe von $20 - 5 = 15$ GE für die Banken zwar rechtlich vorhanden, jedoch ohne ökonomische Bedeutung, da ihr Bestand an Aktiva zur Ausnutzung der Kontingente nicht ausreicht.

Monissen sieht es offenkundig als einen Vorteil an, wenn die Bundesbank in ihrer Liquiditätsanalyse die offenen Lombardkontingente nicht berücksichtigt und die in Anspruch genommenen Lombardkredite als negativen Liquiditätsposten einsetzt¹⁰. Hierzu sei die Bundesbank selbst zitiert: „Sachlich ist die Absetzung der Lombardverpflichtungen der Banken von den freien Liquiditätsreserven dadurch begründet, daß die Inanspruchnahme des Lombardkredits ... die freien Liquiditätsreserven der Banken vorbelastet“¹¹. Man kann es auch einfacher ausdrücken: Mit der Inanspruchnahme des Lombardkredits sinken die offenen Lombardkontingente. Die Aussage „die Lombardkredite steigen“ ist also liquiditätsmäßig — *ceteris paribus* — identisch mit der Aussage „die offenen Lombardkontingente sinken“. Konzeptionell entspricht die Bundesbank zumindest in diesem Punkt also völlig den Vorstellungen des Liquiditätssaldenkonzepts.

Das eigentliche Problem liegt auf einer ganz anderen Ebene: Das Lombardkontingent ist nicht als Größe vorgegeben, sondern ist ein ad-hoc-Kontingent, über dessen Einräumung die Bundesbank erst

⁹ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 141.

¹⁰ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 142.

¹¹ Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Juli 1970, S. 31.

entscheidet, wenn die Bank einen Lombardkredit aufnehmen will. Daher kann das offene Lombardkontingent in einer *empirischen* Analyse nicht, wie das offene Rediskontkontingent, als Restgröße zwischen Gesamtkontingent und Inanspruchnahme in die Liquiditätsgröße eingesetzt werden. Der negative Ansatz der Lombardverschuldung in der Bundesbankanalyse bedeutet ja aber nichts anderes, als daß auch nach den Vorstellungen der Bundesbank eine Lombardverschuldung den Refinanzierungsspielraum einengt und damit den Bestand an potentiell Zentralbankgeld begrenzt. Dies rechtfertigt es zumindest in einer theoretischen Analyse, statt die steigenden Lombardverpflichtungen mit negativen Vorzeichen die negativen Veränderungen des offenen Lombardkontingents mit positiven Vorzeichen einzusetzen.

Was bei der Bundesbank „nicht ganz konsequent“ ist, ist lediglich die Terminologie, nicht jedoch die konzeptionelle Vorgehensweise, wie *Monissen* meint*.

Änderungen im Umfang des Liquiditätssaldos setzen stets voraus, daß die Zentralbank Transaktionen mit Nichtbanken durchführt. Im gesamten Bankensystem (Kreditinstitute + Zentralbank) müssen die Einlagen der Nichtbanken bei den Kreditinstituten E_n^b und bei der Zentralbank E_n^z summengleich sein den Krediten an Nichtbanken von den Kreditinstituten K_n^b und von der Zentralbank K_n^z ¹²:

$$E_n^b + E_n^z = K_n^b + K_n^z.$$

Der Liquiditätssaldo L kann daher nicht nur als Differenz der Einlagen und Kredite von Nichtbanken bei den Kreditinstituten abgeleitet werden ($L = E_n^b - K_n^b$), sondern gleichzeitig auch als Differenz aus den Zentralbankkrediten an Nichtbanken und den Zentralbankeinlagen von Nichtbanken, also

$$L = K_n^z - E_n^z$$

* Nach Abschluß dieser Arbeit hat die Bundesbank ihre Liquiditätsrechnung geändert. Zu den freien Liquiditätsreserven zählt sie nunmehr auch den „freien Lombardspielraum“, also Lombardkontingente. Diese werden auf der Basis der „Warnmarke“ (der Lombardkredit eines Kreditinstituts soll 20 % des Rediskontkontingents nicht überschreiten) berechnet. Siehe Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Juni 1973, S. 47 ff.

¹² Zur ausführlichen Darstellung siehe C. Köhler, *Geldwirtschaft*, Berlin 1970, S. 82 ff.

Für die Veränderungen gilt:

$$\Delta L = \Delta K_n^z - \Delta E_n^z .$$

Eine Kreditgewährung der Zentralbank an Nichtbanken ($\Delta K_n^z > 0$) führt zu einer Zunahme, eine Einlagenbildung der Nichtbanken bei der Zentralbank ($\Delta E_n^z > 0$) zu einer Abnahme des Liquiditätssaldos und umgekehrt. Die Nichtbankentransaktionen der Zentralbank sind in die Analyse einzubeziehen, um die Ursachen der Veränderungen des Liquiditätssaldos identifizieren zu können und um die Ansatzpunkte für eine zentralbankpolitische Beeinflussung dieser Größe sichtbar zu machen. Die Nichtbankentransaktionen der Zentralbank werden im Liquiditätsaldenkonzept in vier Gruppen gegliedert:

1. Auslandsgeschäft der Zentralbank:

Ein Devisenankauf der Zentralbank stellt eine Kreditgewährung der Notenbank an das Ausland dar. Der Liquiditätssaldo steigt.

2. Öffentliche Kassentransaktionen der Zentralbank:

Die Zentralbank gewährt öffentlichen Haushalten im Rahmen bestimmter Plafonds Kredite. Andererseits halten die öffentlichen Haushalte Einlagen bei der Zentralbank, z.B. die Konjunkturausgleichsrücklage. Die Nettoposition ist relevant für den Liquiditätssaldo.

3. Bargeldumlauf:

Die Zentralbank ist formal Schuldner des Bargeldbestandes der Nichtbanken. Eine Erhöhung des Bargeldumlaufs bei Nichtbanken bedeutet also eine Zunahme der Einlagen der Nichtbanken bei der Zentralbank und damit eine Abnahme des Liquiditätssaldos.

4. Direktgeschäfte mit Nichtbanken:

Gewährt die Zentralbank Direktkredite an die Haushalte, Produktionsunternehmen und an das Ausland steigt der Liquiditätssaldo. Einlagenbildung (außer Bargeldhaltung) dieser Gruppen senkt den Liquiditätssaldo. Diese Position war bisher in der Bundesrepublik von geringem Gewicht. Neuerdings erhält sie eine etwas größere Bedeutung durch die Bardepotpflicht der Unternehmen bei der Aufnahme von Krediten im Ausland (die Unternehmen müssen einen hohen Prozentsatz des

aufgenommenen Kredits zinslos bei der Bundesbank hinterlegen): Die Bardepots sind mithin Zwangseinlagen der Unternehmen bei der Zentralbank.

Der Liquiditätssaldo kann nun sowohl von der Entstehungsseite her als auch von der Verwendungsseite (den Komponenten der liquiden Mittel) her definiert werden.

Entstehungsseite:

$$L = K_n^z - E_n^z = A + \text{ÖT} + D - B$$

Verwendungsseite:

$$L = E_n^b - K_n^b = R + O + X_g + Q .$$

Die Symbole bedeuten:

- A = Zentrale Währungsreserven (abzüglich Auslandsverbindlichkeiten der Zentralbank)
- ÖT = Nettoposition der öffentlichen Hand
- D = Saldo der Direktgeschäfte
- B = Bargeldumlauf
- R = Zentralbankguthaben der Banken
- O = Geldmarktpapiere im Besitz der Banken
- X_g = Geldmarktanlagen im Ausland
- Q = Offene Rediskontkontingente.

Die Gleichungen sind für die Bestände definiert. Sie gelten ebenso für die Veränderungen der einzelnen Größen.

Monissen hält die Einbeziehung des Geldexports (X_g) in diese Klassifikation für „nicht ganz einsichtig“¹³. In der Tat wird hier eine fiktive Devisentransaktion der Notenbank mit den Kreditinstituten angenommen, wie *Monissen* vermutet. Hat man sich einmal entschieden den Geldexport als Liquidität zu betrachten (außer im Liquiditätssaldenkonzept ist dies die Handhabung der Bundesbank und auch des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, das selbst Liquiditätsanalysen durchführt), ist diese Vorgehensweise eine notwendige Konsequenz. Würde man den ausländischen Geldmarktanlagen keine Liquiditätseigenschaft zusprechen, wäre in ihnen eine Kreditgewährung der Banken an das Ausland zu sehen, und man könnte auf diese Fiktion verzichten.

Gewichtiger scheint der Vorwurf *Monissens* zu sein, daß das Klassifikationsschema zur Berechnung des absoluten Liquiditätssaldos (und zwar von der Verwendungsseite her) inkompatibel sei mit dem Klassifikations-

¹³ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 143.

schema, das der Berechnung der Veränderungen des Liquiditätssaldos (von der Entstehungsseite her) dient¹⁴. Die obige Analyse hat bereits ergeben, daß nicht etwa verschiedene Klassifikationen zugrunde liegen. Vielmehr sind die Entstehungsseite und die Verwendungsseite des Liquiditätssaldos nur zwei Seiten ein und desselben Aggregats. Doch setzen wir uns mit *Monissens* Begründungen im einzelnen auseinander.

Einmal behauptet *Monissen*, daß das Zeitintegral über die Veränderung der Haltung inländischer Geldmarktpapiere bei Banken keine Informationen über den Bestand an inländischen Geldmarktpapieren gibt, da diese „unabhängig von der Notenbank mit inländischen Nichtbanken gehandelt werden“¹⁵ können. Es läßt sich leicht zeigen, daß diese Kritik unberechtigt ist. Betrachten wir den Fall, daß eine Bank inländische Geldmarktpapiere in Höhe von 10 GE aus ihren Beständen an eine Unternehmung verkauft. Davon werden folgende Größen in der obigen Gleichung betroffen:

$$\begin{array}{cccccc} D & L & E_n^b & (K_n^b) & 0 \\ -10 & -10 & -10 & (+10) & -10 \end{array}$$

Die Unternehmung erwirbt mit dem Kauf des Geldmarktpapiers eine Forderung gegen die Zentralbank. Der Saldo aus Nichtbankenkredit und Nichtbankeneinlagen bei der Zentralbank (D) sinkt mithin. Damit verringert sich auch der Liquiditätssaldo. Die Unternehmung hat jedoch das Wertpapier entweder zu Lasten ihrer Bankeinlagen (E_n^b) oder durch Kreditaufnahme bei Banken (K_n^b) finanziert. Die Geldmarktpapierbestände der Banken (0) sinken. Es ergeben sich mithin keine Widersprüche. Der Kauf des Geldmarktpapiers durch die Unternehmung wird sowohl auf der Seite der Entstehungskomponenten als auch in den Verwendungskomponenten des Liquiditätssaldos berücksichtigt. Das Zeitintegral führt zu dem exakten Bestand.

Weiterhin behauptet *Monissen*, daß die Refinanzierung über Inlandwechsel „keine Information über die Änderung des Bestandes an rediskontfähigen Papieren“ gibt¹⁶. Diese Sicht beruht auf einer mißverständlichen Interpretation der Ziele einer Liquiditätsanalyse. Eine Refinanzierung der Banken führt ceteris paribus zu einer Verringerung des offenen Rediskontkontingents. Der Erwerb von rediskontfähigen Papieren bleibt für die Bank liquiditätsmäßig ohne Bedeutung, wenn sie das offene Kontingent übersteigen. Mit anderen Worten: Liquiditätsmäßig ist nicht der

¹⁴ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 143.

¹⁵ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 143.

¹⁶ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 143.

Bestand von rediskontierfähigen Papieren von Interesse, sondern nur der Bestand von rediskontierfähigen und gleichzeitig auch rediskontierbaren Papieren. Nur dieser Bestand hat Liquiditätseigenschaft. Er wird in der Liquiditätssaldenanalyse exakt ermittelt.

Ein weiterer Kritikpunkt *Monissens* bezieht sich auf den Posten „Offenmarktoperationen in langfristigen Wertpapieren“. Er sei im Liquiditätssaldenkonzept systemfremd und „müsste eliminiert werden“¹⁷. Auch diese Behauptung zeugt von einem Mißverständnis. Der Ankauf langfristiger Wertpapiere durch Banken ist als Kreditgewährung an Nichtbanken anzusehen. Der Erwerb langfristiger Wertpapiere aus Bankbeständen durch die Zentralbank ist ein kreditpolitischer Eingriff der Zentralbank zur Steuerung des Umfanges des Liquiditätssaldos. Von einem solchen Erwerb (z. B. in Höhe von 10 GE) werden folgende Positionen betroffen:

$$\begin{array}{cccc}
 D & K_n^z & L & K_n^b \\
 +10 & +10 & +10 & -10
 \end{array}$$

Durch den Erwerb der langfristigen Wertpapiere nimmt die Differenz aus Nichtbankenkrediten und Nichtbankeneinlagen bei der Zentralbank zu ($D = K_n^z = +10$). Der Liquiditätssaldo steigt folglich. Bei den Banken sinkt die Kreditgewährung an Nichtbanken (die Wertpapierbestände der Banken nehmen ab); dafür erhalten sie als Gegenwert des Wertpapierverkaufs Zentralbankgeld (R). Eine systemfremde Einordnung der Offenmarktoperationen ist nicht gegeben.

3. Steuerung der Kreditgewährung

Die bisherigen Überlegungen können wie folgt zusammengefaßt werden: Ein bestimmtes Volkseinkommen führt zu einem im Vergleich dazu vielfach höheren Zahlungsvolumen. Quellen für die Finanzierung des Zahlungsvolumens sind die vorhandene Geldmenge und die Kreditgewährung. Die Geldhaltung wird in Abhängigkeit vom Zahlungsvolumen gesehen und entzieht sich soweit der zentralbankpolitischen Steuerbarkeit.

Die Kreditgewährung setzt die Existenz liquider Mittel bei den Banken voraus. Hier liegt der Ansatzpunkt für die Zentralbankpolitik. Die Zentralbank hat einen Einfluß auf die Kreditgewährung durch die Steuerung der liquiden Mittel der Banken.

Steuerung der liquiden Mittel kann zweierlei bedeuten:

¹⁷ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 143.

1. **Steuerung des Umfanges der liquiden Mittel:**
Sorgt die Zentralbank für einen Liquiditätszufluß bei den Banken, so wirkt sie expansiv auf die Kreditgewährung und umgekehrt.
2. **Bindung oder Freigabe eines gegebenen Bestandes an liquiden Mitteln:**

Wenn die Zentralbank liquide Mittel der Banken bindet, d. h. den Banken die Verwendungsmöglichkeiten ihrer liquiden Mittel beschränkt, so dämpft sie die Kreditexpansion und umgekehrt.

Im vorangehenden Abschnitt wurden vier Bestimmungsgründe für den Umfang des Liquiditätssaldos unterschieden:

- a) das Auslandsgeschäft der Zentralbank,
- b) der Saldo der öffentlichen Kassentransaktionen bei der Zentralbank,
- c) die Direktgeschäfte der Zentralbank mit den Nichtbanken sowie
- d) der Bargeldumlauf.

Eine Steuerung des Umfanges des Liquiditätssaldos muß an diese vier Transaktionstypen gekoppelt werden.

- a) **Auslandsgeschäft der Zentralbank:**

In einem System fester Wechselkurse ist die Zentralbank verpflichtet, jeden ihr angebotenen Devisenbetrag zum unteren Interventionskurs anzukaufen oder zum oberen Interventionskurs abzugeben. Diese Verpflichtung macht es der Zentralbank schwer, ihre Netto-devisenbestände autonom zu steuern. Allerdings besitzt sie einige Instrumente, mit denen sie so auf das Verhalten der Nichtbanken Einfluß nehmen kann, daß sie nicht als Partner von Devisentransaktionen in Anspruch genommen wird. Ein Beispiel hierfür ist die schon erwähnte Bardepotverpflichtung. Durch die Bardepotpflicht soll für die Unternehmen der Anreiz für eine Kreditaufnahme im Ausland vermindert werden. Mit der Auslandskreditaufnahme sinkt aber auch das Devisenangebot der Unternehmen an die Zentralbank. Es wird ein kontraktiver Effekt auf die Liquiditätsentwicklung ausgeübt.

- b) **Öffentliche Kassentransaktionen:**

Den Saldo der öffentlichen Kassentransaktionen kann die Zentralbank gemeinsam mit den fiskalischen Instanzen regulieren (Einlagen/Schuldenpolitik). Wenn der Staat (gegebenenfalls in Abstim-

mung mit der Notenbank) Einlagen von Banken abzieht und bei der Zentralbank hält, sinkt der Liquiditätssaldo.

c) **Direktgeschäfte:**

Wenn die Banken über kein offenes Refinanzierungskontingent mehr verfügen, jedoch noch refinanzierungsfähige Wertpapiere besitzen, so kann die Zentralbank den Umfang des Liquiditätssaldos erhöhen, indem sie den Banken zusätzliche Refinanzierungskontingente einräumt. Durch diesen Vorgang erhalten Wertpapiere Liquiditätsqualität, die — so lange für sie kein offenes Kontingent vorhanden war — als Kredite der Banken an Nichtbanken anzusehen waren. Die Zentralbank „übernimmt“ quasi den Nichtbankenkredit von den Banken; der Saldo der Direktgeschäfte nimmt zu.

Mit in diesen Zusammenhang gehörten die Offenmarkttransaktionen der Zentralbank mit Nichtbanken. Erwirbt die Zentralbank Wertpapiere direkt von Nichtbanken, so steigt die Kreditgewährung der Zentralbank an Nichtbanken, der Liquiditätssaldo nimmt zu.

d) **Bargeldumlauf:**

Der Bargeldumlauf ist als weitgehend institutionell bestimmt angesehen; er ist daher kreditpolitisch kaum zu beeinflussen.

Mit den dargestellten Instrumenten wird es in der Regel kaum voll gelingen, den Umfang des Liquiditätssaldos auf dem gewünschten Niveau zu halten. Einige Determinanten des Liquiditätssaldos sind schwer oder gar nicht steuerbar (so das Auslandsgeschäft und der Bargeldumlauf). Einige Instrumente, wie die Einlagen/Schuldenpolitik, können wirksam nur eingesetzt werden, wenn eine enge Kooperation der Zentralbank und der staatlichen Stellen besteht. Dies ist nicht immer zu bewerkstelligen. Zusammenfassend lässt sich also festhalten, daß die Steuerung des Umfangs des Liquiditätssaldos allenfalls zu einer mehr oder weniger großen Annäherung der liquiden Mittel an den angetrebbten Wert führen kann.

Es liegt daher nahe, den Instrumentenkatalog um Instrumente zu ergänzen, die zwar nicht den Umfang der liquiden Mittel, wohl aber deren Verfügbarkeit beeinflussen. Diese Instrumente müssen an die Komponenten des Liquiditätssaldos gebunden sein. Komponenten des Liquiditätssaldos sind

- a) die Zentralbankguthaben der Banken,
- b) die inländischen Geldmarktpapiere,
- c) die ausländischen Geldmarktanlagen,
- d) die offenen Refinanzierungskontingente.

a) Zentralbankguthaben:

Die Zentralbank kann die Banken zwingen, einen Teil ihrer liquiden Mittel zwangsweise bei ihr zu halten (Mindestreservenpolitik). Die Banken können die so gebundenen Mittel dann nicht für eine Kreditgewährung einsetzen.

b) Inländische Geldmarktpapiere:

Durch günstige Abgabesätze für Geldmarktpapiere kann die Zentralbank die Banken bewegen, liquide Mittel in Form von inländischen Geldmarktpapieren zu halten (Offenmarktpolitik in Geldmarktpapieren mit Banken). Bestimmt sie gleichzeitig relativ hohe Zinssätze für die Rücknahme der Geldmarktpapiere vor Fälligkeit, so kann sie mit einiger Wahrscheinlichkeit, wenn auch nicht mit Sicherheit davon ausgehen, daß dieser Anteil der liquiden Mittel während der Laufzeit der Geldmarktpapiere nicht für Kreditgewährung eingesetzt wird.

c) Ausländische Geldmarktanlagen:

Bietet die Zentralbank den Banken günstige Swapsätze (Report- oder Deportsätze) zur Kurssicherung ihres Geldexportes, so kann sie die Banken bewegen, liquide Mittel an ausländischen Geldmärkten anzulegen (Swappolitik). Für die Laufzeit des ausländischen Geldmarktengagements werden diese Mittel mit einiger Wahrscheinlichkeit nicht für die Kreditgewährung eingesetzt.

d) Offene Refinanzierungskontingente:

Hohe Refinanzierungskosten (Diskontsatz, Lombardsatz) werden die Banken veranlassen, ihre Refinanzierung abzubauen und liquide Mittel in Form offener Refinanzierungskontingente zu halten. Stumpf wird dieses Instrument, wenn die Banken die steigenden Refinanzierungskosten leicht auf ihre Kundschaft überwälzen können. Dann bleibt kaum noch ein Weg, die Liquiditätshaltung in Form offener Refinanzierungskontingente zu steuern.

Durch die Einführung von Instrumenten, die die Verwendung des Liquiditätssaldos steuern, kann nun nicht mehr der gesamte Liquiditätssaldo als Basis der Kreditschöpfung betrachtet werden, sondern nur der nichtgebundene Teil¹⁸.

¹⁸ Vgl. hierzu K.-H. Ketterer, Ein Indikator für die Stärke und Wirkungsrichtung monetärer Impulse, Konjunkturpolitik, 17. Jg., Sechstes Heft (1971), S. 349 ff.

Nicht nur *Monissen* macht es Schwierigkeiten zu verstehen, weshalb zu den Komponenten des Liquiditätssaldos die Mindestreserve gehört. Diese Schwierigkeit könnte nach diesen Ausführungen nur darauf beruhen, daß *Monissen* unter Liquidität jederzeit disponible Geldbeträge versteht. Zu diesen gehört die Mindestreserve nicht. *Liquidität* meint jedoch Geldbeträge, die den Banken ursprünglich zwar als völlig frei disponible Beträge zugeflossen sind, allerdings danach durch zentralbankpolitische Maßnahmen in ihrer freien Verwendbarkeit eingeschränkt worden sein können. Die Mindestreserve ist ein Teil dieser Beträge. Sie unterscheidet sich von den übrigen Liquiditätskomponenten nur durch den sehr hohen Grad an Dispositionsbeschränkung.

Zusammenfassend läßt sich also sagen: Der Liquiditätssaldo ist ein rechnerisches Aggregat, nämlich die Differenz zwischen Nichtbankeneinlagen und Nichtbankenkrediten bei Banken. Es ist dieses Aggregat, auf das die Zentralbank Einfluß (in Umfang und Struktur) nehmen muß, wenn sie die Kreditvergabe steuern will. Der tatsächliche Kreditschöpfungsspielraum hängt nicht von dem gesamten Aggregat, sondern nur von dem disponiblen Teil dieses Aggregats ab. Welcher Teil des Aggregats als disponibel zu betrachten ist, hängt von der Effizienz der einzelnen Instrumente zur Steuerung der Verwendungskomponenten ab. Von hier aus erklärt sich die Unterscheidung in „schwach wirkende“ und „stark wirkende“ kreditpolitische Instrumente.

Das einzige stark wirkende Instrument zur Steuerung der Verwendung liquider Mittel ist die Mindestreservepolitik. Der durch administrative Verfügung gebundene Teil der liquiden Mittel steht während der Zeit seiner Bindung den Banken zu einer Kreditgewährung nicht zur Verfügung. Anders die Offen-Markt-Politik (mit Banken), Diskont- und Swapsatzpolitik. Mit einer Anhebung des Diskontsatzes, der Abgabesätze und einer Erleichterung des Geldexports kann nur der Ertrag und damit die Attraktivität von Liquiditätsanlagen (offene Rediskontkontingente einbegriffen) erhöht werden. Man kann damit jedoch in Zeiten drängender Kreditnachfrage die Banken kaum davon abhalten, Offen-Markt-Papiere an die Bundesbank zurückzugeben oder Geldmarktanlagen im Ausland aufzulösen oder sich zu refinanzieren. Denn erstens sind die Kreditzinsen in der Regel höher als die Erträge von Liquiditätsanlagen und zweitens wissen die Banken aus Erfahrung, daß mit der Kreditexpansion auch ein Einlagenwachstum einhergeht, daß — mit anderen Worten — für eine Einheit Kreditgewährung nur ein Bruchteil an Liquiditätsanlagen aufgegeben zu werden braucht. Die Opportuni-

tätskosten der Aufgabe von Liquiditätsanlagen fallen dann nicht ins Gewicht.

Die Bundesbank hält offenbar nur die Mindestreservepolitik für effizient. Sie betrachtet die sogenannten freien Liquiditätsreserven, das ist der gesamte Liquiditätssaldo abzüglich der Mindestreserven. Zu den Komponenten der freien Liquiditätsreserven zählen inländische Geldmarktpapiere und ausländische Geldmarktanlagen der Banken. Wenn diese Komponenten als frei bezeichnet werden, heißt das implizit, daß die Bundesbank nicht glaubt, durch die Offenmarktpolitik (soweit sie auf die inländischen Geldmarktpapiere gerichtet ist) und die Swappolitik (soweit sie auf die ausländischen Geldmarktanlagen gerichtet ist) eine nennenswerte Beschränkung der liquiden Mittel herbeiführen zu können. Denn würde sie diese Instrumente für effizient halten, so müßte sie konsequenterweise ihren Begriff der freien Liquiditätsreserve auf die Überschußguthaben der Banken und auf die offenen Refinanzierungskontingente beschränken.

Die Zentralbank muß bei ihrer Steuerung der Kreditgewährung stets beachten, welche Einflüsse von der Finanzierungsquelle vorhandene Geldmenge auf das Zahlungsvolumen ausgehen. Zu diesem Zweck wird die Finanzierungsgleichung verwendet¹⁹.

$$Z = l \cdot u \cdot n \cdot \Delta K .$$

Dabei bedeuten:

- Z = Zahlungsvolumen
- l = Einlagen-Kreditrelation
- u = Umlaufgeschwindigkeit des Geldes
- n = Liquiditätsneigung
- K = Bruttokreditgewährung.

In den Größen l , u , n kommen die Einflüsse der vorhandenen Geldmenge auf das Zahlungsvolumen zum Ausdruck. Die Zentralbank muß eine Expansionsrate der Kreditgewährung anstreben, die gleich ist der gewünschten Zuwachsrate des Zahlungsvolumens abzüglich der prognostizierten Zuwachsrate der „ l u n “-Größen. Die gewünschte Zuwachsrate des Zahlungsvolumens erhält man aus der Beziehung $Z = z \cdot Y$ als Summe der angestrebten Zuwachsrate des Volkseinkommens Y und der prognostizierten Zuwachsrate des Zahlungskoeffizienten z . Ein Beispiel: Die gewünschte Zuwachsrate des Zahlungsvolumens sei 10 %. Es wird

¹⁹ Zur ausführlichen Darstellung siehe C. Köhler, *Geldwirtschaft*, Berlin 1970, S. 187 ff.

eine Zuwachsrate der *l u n*-Größen von insgesamt 3 % prognostiziert. Soll die gewünschte Zuwachsrate des Zahlungsvolumens realisiert werden, müßte die Kreditgewährung um 7 % steigen. Es sei angenommen, daß die gegenwärtige Rate der Kreditexpansion 9 % beträgt. Die Zentralbank müßte in dieser Situation die Liquidität der Banken einschränken (durch Beschränkung des Umfangs und/oder der Verfügbarkeit liquider Mittel), um die Zuwachsrate der Kreditexpansion auf das gewünschte Maß zu reduzieren.

Monissen versucht nun — aus welchen Gründen auch immer — die Vorstellungen der potentialorientierten Kreditpolitik in einem kleinen Modell zu „illustrieren“²⁰. Dieser Versuch mußte zwangsläufig mißlingen, nachdem *Monissen* das Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik gründlich mißinterpretiert hat und die Rolle der Kreditgewährung überhaupt nicht einzuordnen vermochte. Das Modell mag einen gewissen pädagogischen Wert haben (es scheint uns eine komprimierte Formalisierung der theoretischen Überzeugung der *Brunner-Meltzer-Schule* zu sein); wie jedoch *Monissen* zu der Ansicht gelangen kann, damit die potentialorientierte Kreditpolitik „approximiert“ zu haben, bleibt unverständlich.

Wie vorhin schon erwähnt, ist für die Finanzierung des Zahlungsvolumens die Kreditgewährung relevant und nicht der Kreditbestand. Das *Monissen*-sche Modell enthält jedoch in der Gleichung (4) (Bedingung des Kreditmarktgleichgewichts) Kreditbestände in der Angebots- und Nachfragefunktion²¹. Schon aus diesem Grund kann das Modell keine Approximation der Konzeption der potentialorientierten Kreditpolitik sein.

Des weiteren ist offensichtlich, daß das Modell einen Wirkungsmechanismus der Zentralbankpolitik impliziert, wie er durch die Theorie der relativen Preise postuliert wird. Es beschreibt also vermutete Vermögensstruktureffekte der Geldpolitik. Schon eine exkursorische Betrachtung bestätigt dies. Gleichung (4) bestimmt den Zinssatz für Finanzaktiva. Dieser ist seinerseits eine Determinante der Höhe des Realvermögens. Das Realvermögen (und die Ertragsrate des Realkapitals) findet sich wieder in der Quantitätsgleichung (2), die das Umsatzvolumen erklärt, welches bei gegebenem realen Vollbeschäftigungseinkommen das Preisniveau bestimmt. Man wird also den unterstellten Wirkungsmechanismus der Geldpolitik kurz wie folgt beschreiben können. Eine zen-

²⁰ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 149.

²¹ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 149.

tralbankpolitisch bewirkte Zunahme der Geldbasis erhöht die Geldmenge (6) und das Kreditangebot (4). Die zusätzliche Geldmenge wird durch Finanzaktiva substituiert, zusammen mit dem erhöhten Kreditangebot senkt dies den Ertrag von Finanzaktiva (4). Damit wird das Realvermögen als Anlageart attraktiver (3). Der Preis des Realkapitals steigt; bei gleichbleibender Ertragsrate wird die Nachfrage nach Nutzungen des Realkapitals größer (2). Dies führt bei gegebenem realen Vollbeschäftigungseinkommen früher oder später zu einem Anstieg des Preisniveaus (1). Diese Transmissionstheorie ist völlig verschieden von derjenigen der potentialorientierten Kreditpolitik.

Die potentialorientierte Kreditpolitik stellt auf die Kreditabhängigkeit der Zahlungen ab. Die Transmission monetärer Impulse nimmt nach diesem Konzept folgenden Verlauf: Durch einen liquiditätspolitischen Eingriff (Beispiel: Mindestreserveerhöhung) bindet die Zentralbank liquide Mittel und verringert somit die Fähigkeit der Banken zu einer Kreditvergabe. Gleichzeitig nimmt auch die Bereitschaft der Banken zur Kreditgewährung ab, was etwa darin zum Ausdruck kommt, daß sie schärfere Bonitätsanforderungen an ihre Kunden stellen. Nichtbanken, deren Kreditnachfrage nun nicht mehr erfüllt wird, müssen ihre Zahlungen insoweit einschränken, als sie dafür auf Kredite angewiesen sind. Die Verminderung des Zahlungsvolumens bedeutet, daß weniger kreditabhängige Ausgaben getätigt werden. Damit ist der von der Zentralbank angestrebte restriktive Effekt erzielt.

Allein die Tatsache, daß es Wirtschaftssubjekte (dies sind vor allem Unternehmen) gibt, die zur Finanzierung ihrer Zahlungen auf zusätzliche Bankkredite angewiesen sind, bestimmt den Transmissionsmechanismus der potentialorientierten Kreditpolitik. Dies ist weit entfernt von der Theorie der relativen Preise. Freilich leugnet kein Vertreter der potentialorientierten Kreditpolitik, daß eine Zinsabhängigkeit der Investitionen oder des Konsums die Erfolgschancen der Zentralbankpolitik erhöhen würde. Jedoch ist diese Zinsabhängigkeit keine notwendige Voraussetzung für die Wirksamkeit der Kreditpolitik.

4. Geldstromanalysen

Das hier skizzierte Liquiditätskonzept dient *Köhler* als Rahmen für vierteljährliche Geldstromanalysen²². In diesen Analysen werden folgende Größen berechnet: Kreditgewährung der Banken an Nichtban-

²² Die Geldstromanalysen *Köhlers* werden regelmäßig in den WSI-Mitteilungen publiziert.

ken, Einlagenbildung der Nichtbanken bei Banken, Veränderungen des Liquiditätssaldos, Ursachen für die Veränderungen des Liquiditätssaldos, Ausgleich des Liquiditätssaldos.

Bei der Auswertung der deutschen Bankenstatistik zeigen sich mitunter Abgrenzungsschwierigkeiten und Lücken im statistischen Material. Am bedauerlichsten ist, daß sich die Bundesbank bisher noch nicht zu einer Veröffentlichung der Rediskontkontingente entschließen konnte*. Auch die Bruttokreditgewährung ist nicht bekannt. Das verhindert die exakte empirische Berechnung des Liquiditätssaldos. *Monissen* scheint in Fällen, in denen eine exakte Zurechnung bestimmter Größen nicht möglich ist, für Verzicht auf den zugrunde liegenden Ansatz zu plädieren. Diese Meinung können wir nicht teilen. Die Konstruktion eines theoretischen Systems kann sich bei der Formulierung der als relevant erachteten Zusammenhänge nicht danach richten, welche Größen die statistischen Büros zufällig veröffentlichen. Statt auf statistische Lücken mit dem Verzicht auf den theoretisch als richtig erachteten Ansatz zu reagieren, sollte man besser fordern, daß die statistischen Behörden die Lücken füllen.

Neben den Liquiditätsströmen wird in der Geldstromanalyse regelmäßig auch die Entwicklung der Finanzierungsgleichung $Z = \Delta K \cdot l \cdot u \cdot n$ und der Beziehung $Z = z \cdot Y$ dargestellt. *Monissen* erhebt gegen die Finanzierungsgleichung den Vorwurf, daß für die Komponenten der Finanzierungsgleichung keine ökonomischen Determinanten angegeben und die Relationen als analytische Sätze ohne empirischen Gehalt formuliert würden²³. Wenn *Monissen* hier vorrangig ein methodisches Anliegen ausdrückt, dann mag seine Anregung legitim sein. Es ist aber von keiner großen zentralbankpolitischen Relevanz, Verhaltensfunktionen zu formulieren und dafür aus langen Zeitreihen gewonnene hohe Korrelationskoeffizienten vorzuweisen.

Es zeigt sich immer wieder, daß empirisch scheinbar abgesicherte stabile Relationen in Zeiträumen, die innerhalb des ökonomischen Planungshorizontes wirtschaftspolitischer Instanzen liegen, in Wirklichkeit höchst instabil sind. Was nutzt die Erkenntnis einer langfristig engen Korrelation zwischen dem Volkseinkommen und der Geldmenge, wenn sich etwa wie in der Bundesrepublik im Konjunkturabschwungsjahr 1971 das Geldmengenwachstum beschleunigt, während die Zuwachsrate des

* Seit Juni 1973 werden die monatsdurchschnittlichen Bestände an offenen Rediskontkontingenten ausgewiesen.

²³ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 148.

Volkseinkommens zurückgeht. Ist die beschleunigte Geldmengenexpansion nun Vorläufer einer künftigen Wachstumsbeschleunigung? Und wenn ja, wann wird das Volkseinkommen folgen, — in einem Monat oder erst in einem Jahr? Oder ist die Entwicklungsdiskrepanz zwischen Geldmenge und Volkseinkommen nur Ausdruck sich kurzfristig ändernder Kassenhaltungspräferenzen?

Konjunkturpolitik (und zu ihr gehört bekanntlich die Kreditpolitik) ist per se eine kurzfristige Politik. Würde man nur lange Fristen betrachten, brauchte man eben keine Konjunkturpolitik; denn Auf- und Abschwünge gleichen sich auf lange Sicht im Trend aus; das ist eine Banalität. Ist aber die Konjunkturpolitik kurzfristig, dann kann sich nur derjenige Gehör verschaffen, der auch seine Analysen und Empfehlungen auf kurze Fristen bezieht. Und genau dies ist die Intention vierteljährlicher Geldstromanalysen. Es gibt andererseits aber keine Relation, auf deren Stabilität man auch für kurze Zeiträume vertrauen dürfte. Das Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik zieht aus dieser Tatsache eine naheliegende Konsequenz: Es verzichtet weitgehend auf die Darstellung möglicher Determinanten seiner Relationen. Dies ist kein Versuch, die eigene Konzeption gegen eine mögliche Revision aufgrund nachgewiesener negativer Evidenz zu immunisieren, wie *Monissen* behauptet²⁴. Vielmehr kommt hier eine Abneigung dagegen zum Ausdruck, mit der Formulierung mehr oder weniger komplizierter Relationen den Anschein einer Präzision zu erwecken, die in Wirklichkeit nicht vorhanden ist. Es ist möglich, daß hier die Grenzen für einen auch kurzfristig wirklichkeitsnahen ökonomischen Aussagenkatalog eng gezogen gesehen werden. Daß das Gegenteil der Fall ist, müßte erst nachgewiesen werden.

Wir kommen nun zu dem oben dargestellten praktischen Ansatz der Kreditpolitik zurück. Die Aussage war, daß die Zentralbank durch Liquiditätseinschränkung die Expansionsgeschwindigkeit der Kreditgewährung auf eine Rate von 7 % reduzieren sollte. Dies würde zusammen mit der prognostizierten Wachstumsrate der „*l u n*“-Größen von 3 % ausreichen, die gewünschte Zuwachsrate des Zahlungsvolumens von 10 % zu erzielen. Es kann sich nun zeigen, daß die Expansionsgeschwindigkeit der „*l u n*“-Größen unterschätzt worden ist. Es möge sich tatsächlich eine Zuwachsrate von 5 % ankündigen. Die Zentralbank müßte dann durch weiteren Liquiditätsentzug die Zuwachsrate der Kreditgewährung auf 5 % reduzieren.

²⁴ H. G. *Monissen*, a.a.O., S. 145.

Die Unsicherheit über die Prognosewerte der „*l u n*“-Größen führt zu zwei Postulaten für die Zentralbankpolitik²⁵:

1. Die Zentralbank muß permanent die Prognose der „*l u n*“-Größen mit der tatsächlichen Entwicklung vergleichen und auf Abweichungen liquiditätspolitisch reagieren. Gleichzeitig muß sie die Auswirkung ihrer Liquiditätspolitik auf die Kreditgewährung laufend kontrollieren und bei Über- oder Untersteuerungen ihre Liquiditätspolitik korrigieren.
2. Die Zentralbank sollte nicht durch massive liquiditätspolitische Eingriffe bestimmte Zuwachsraten der Kreditgewährung schnell herbeiführen wollen. Dies muß die Gefahr von Über- und Untersteuerungen erhöhen. Vielmehr sollte sie ihr Instrumentarium dosiert einsetzen und sich den angestrebten Werten in kleinen Schritten nähern.

Es kann und soll nicht behauptet werden, daß eine so betriebene Zentralbankpolitik zu einer exakten Deckung der gewünschten und der tatsächlichen Entwicklung führt. Jedoch steckt darin wenigstens eine Chance, die Diskrepanz zwischen Ziel und Realität kleiner als bislang zu halten.

Nun mögen diejenigen Autoren, die die *Brunner-Meltzer-Hypothese* des Geldangebotsprozesses akzeptieren, darauf hinweisen, daß eine permanente Beobachtung jener Größen, die das monetär relevante Verhalten der Nichtbanken auffangen, nicht nötig sei. Es seien empirische Ergebnisse vorgelegt worden, die zumindest eindeutige Dominanzaussagen erlaubten. Die Umsetzung einer bestimmten Geldbasis in eine bestimmte Geldmenge könne auch vom Verhalten der Nichtbanken beeinflußt werden, empirisch sei jedoch erwiesen, daß die Geldbasis die Geldmengenentwicklung dominiere. Ebenso könne auch die Transformation einer Geldmengenvariation in die monetäre Gesamtnachfrage von solchem Nichtbankenverhalten beeinflußt werden, das eine Änderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bewirke. Empirisch sei jedoch erwiesen, daß zumindest auf mittlere Sicht die Geldmenge die monetäre Gesamtnachfrage dominiere.

Wir wollen an dieser Stelle keine Abrechnung mit solchen empirischen Arbeiten halten. Es sei aber darauf verwiesen, daß relativ geschlossene theoretische Erklärungsansätze dazu verleiten, mehr bestätigende denn widersprechende Informationen zu sammeln, wenn sie mit der Empirie konfrontiert werden. Muß doch kognitive Dissonanz um so unerwünschter sein, je eleganter die theoretische Analyse ist. Damit soll keinesfalls

²⁵ C. Köhler, Orientierungshilfen . . ., a.a.O., S. 63 ff.

der von monetaristischen Autoren vorgelegten empirischen Evidenz der Charakter eines Verteidigungsnetzwerkes zugeschrieben werden, es muß aber doch darauf verwiesen werden, daß es relevante Informationen gibt, die mit monetaristischen Überzeugungen nicht vereinbar sind. Es sei hier nur auf ein Spezifikum der die *Brunner-Meltzer-Hypothese* verifizierenden Arbeiten eingegangen: Die abgeleiteten Dominanzaussagen hängen ganz entscheidend von der Aufbereitung des verwendeten Zahlenmaterials ab! Im Rahmen des Geldangebotskonzepts kann bekanntlich die Geldmenge als Produkt aus Geldbasis und Geldangebotsmultiplikator geschrieben werden. Werden die Absolutwerte dieser Größen betrachtet, so zeigt sich, daß Geldmenge und Geldbasis ziemlich stetig um einen aufwärts gerichteten Trend verlaufen, während der Multiplikator keine deutliche trendmäßige Veränderung aufweist²⁶. Optisch ergibt sich der Eindruck, als ob das Geldmengenwachstum durch die Geldbasis getragen würde. Das Bild ändert sich schlagartig, wenn statt Niveaugrößen Wachstumsraten verwendet werden. Dann zeigt sich (zumindest für westdeutsche Verhältnisse), daß Geldbasis und Multiplikator ausgeprägt gegenläufige Bewegungen aufweisen, sowohl was die Intensität der Ausschläge als auch was die Wendepunkte betrifft²⁷. Phasen, in denen das Geldmengenwachstum durch den Geldbasiszuwachs erklärt wird, wechseln sich ab mit Phasen, in denen das Geldmengenwachstum durch den Multiplikator erklärt werden muß. Von einer Dominanz der Geldbasis für die Geldmenge kann dann keine Rede mehr sein.

Dasselbe gilt für den Zusammenhang zwischen Geldmenge und nominalem Sozialprodukt. Deutlich läßt sich das belegen mit einer Untersuchung der Deutschen Bundesbank über die Beziehungen zwischen dem Bruttonsozialprodukt und der Geldmenge²⁸. Aus den verschiedenen Regressionsansätzen, die die Bundesbank durchgerechnet hat, ergeben sich folgende Bestimmtheitsmaße (R^2):

- $R^2 = 0,98$, wenn mit vierteljährlichen und saisonbereinigten Niveaugrößen gerechnet wird. D. h. Änderungen der Geldmenge erklären demnach statistisch 98 % der Änderungen des Bruttonsozialprodukts, so daß auf eine sehr enge Verbindung beider Größen zu schließen ist.

²⁶ Vgl. J. Siebke und M. Willms, Das Geldangebot in der Bundesrepublik Deutschland, Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 126. Jg., 1. Heft (1970), S. 55 ff., Figur 1.

²⁷ Vgl. K.-H. Ketterer und D. B. Simmert, Moderne Quantitätstheorie und Laissez-faire-Liberalismus, WSI-Mitteilungen, 25. Jg., Heft 12 (1972), S. 381 f.

²⁸ Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Juli 1971, S. 11 ff.

- Das Bestimmtheitsmaß reduziert sich auf 0,25, wenn absolute Veränderungen der beiden Größen in die Rechnung eingehen.
- Es beträgt schließlich nur noch 0,06, wenn mit vierteljährlichen prozentualen Veränderungen gerechnet wird. Hieraus ist die völlige Unabhängigkeit zwischen Bruttosozialprodukt und Geldmenge zu folgern.

Der Theoretiker hat nun freie Auswahl. Aus dem statistischen Material kann er sich die Unabhängigkeit von Geldmenge und Bruttosozialprodukt bestätigen lassen oder aber die enge Beziehung.

Daß die Dispositionen der Nichtbanken sehr stark ins Gewicht fallen, wenn es gilt Veränderungen der Geldmenge zu erklären, könnten monetaristische Autoren auch aus ihrem eigenen Zahlenmaterial entnehmen. In Westdeutschland waren bislang steigende Zuwachsraten der Sichtdepositen des Publikums bei den Geschäftsbanken verbunden mit abnehmenden Zuwachsraten des zusammengefaßten Termin- und Spareinlagenkoeffizienten (Verhältnis der Termin- und Spareinlagen zu den Sichtdepositen) und vice versa. Die außerordentlich kräftige Zunahme der Sichtdepositen in den Jahren 1961/62 und 1971 war in einigen Quartalen sogar von negativen Zuwachsraten des zusammengefaßten Termin- und Spareinlagenkoeffizienten begleitet. Dies ist ein deutliches Indiz dafür, daß das Geldmengenwachstum zu einem beträchtlichen Teil aus einer Verminderung der Geldkapitalbildung resultieren kann, insofern also auf reines Nichtbankenverhalten zurückzuführen ist. Daß die Dispositionen der Nichtbanken über das geschaffene Geld unterschiedlich einzuschätzen sind, je nach Aufbereitung des Zahlenmaterials, kann auch aus einer vielzitierten Publikation von *Brunner* und *Meltzer* entnommen werden²⁹.

²⁹ K. *Brunner* und A. *Meltzer*, Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money, Journal of Finance, 1964, S. 240 ff. In dieser Arbeit entwickeln *Brunner* und *Meltzer* eine lineare und eine nicht-lineare Hypothese des Geldangebots. Hier sei nur die lineare Hypothese betrachtet. Danach läßt sich das Geldangebot schreiben als

$$dM^1 = m^1 \cdot s + q \cdot dB - dt_0.$$

M^1 ist die Geldmenge im engeren Sinn (ohne Termineinlagen); s sind die „surplus reserves“ der Banken (Differenz aus tatsächlichen und gewünschten Reserven); m^1 ist der Geldschöpfungsmultiplikator, der unter anderem auch von den Bargeldhaltungsgewohnheiten der Nichtbanken abhängt; B ist die Geldbasis; q zeigt an, welcher Anteil des geschaffenen Zentralbankgeldes unmittelbar (ohne Umweg über die Geldschöpfung der Banken) zu Geldmenge wird; dt_0 gibt an, in welchem Umfang die Nichtbanken Geld in Termineinlagen

Wir glauben deutlich gemacht zu haben, daß der Wert empirischer Bestätigungen von Verhaltensfunktionen relativiert werden muß. Es ließen sich ohne weiteres Verhaltensfunktionen für diejenigen Größen ansetzen, die die Transformation der Kreditgewährung in das Zahlungsvolumen bewerkstelligen. Die empirische Bestätigung der angesetzten Verhaltensfunktionen wäre mühelos, wenn man sich der bekannten Strategien bediente, die die Irrtumsmöglichkeit gering halten. Aber was nützen solche Verhaltensfunktionen, wenn man wenig Vertrauen in deren Stabilität setzt? Die Lösung des methodischen Problems (Ergänzung analytischer Sätze durch synthetische Aussagen) hat unseres Erachtens nur geringe zentralbankpolitische Relevanz.

Es ist bemerkenswert, daß manche Monetaristen den empirisch gewonnenen Verhaltensrelationen wenig Vertrauen entgegenbringen, wenn sie ihren analytischen Rahmen für die praktische Zentralbankpolitik nutzbar machen wollen. So untersucht *Kalish* die Frage, wie sich die Zentralbank verhalten soll, wenn sich die prognostizierten Werte des Geldangebotsmultiplikators nicht einstellen³⁰. Sein Ergebnis ist folgendes: Die Entwicklung des Multiplikators wird von der Entwicklung der letzten sechs Monate für den folgenden Monat prognostiziert. Abweichungen der Schätzungen und der tatsächlichen Entwicklungen werden

(Geldkapital) umwandeln. *Brunner* und *Meltzer* entwickeln daraus durch einige Umformungen eine Angebotsfunktion für die Geldmenge und testen sie mit einem Regressionsansatz. Dabei zeigen sich Ergebnisse, die mit der von den Autoren vertretenen Hypothese nicht vereinbar sind. Auf folgenden interessanten Sachverhalt hat *Neubauer* aufmerksam gemacht (W. *Neubauer*, Strategien . . ., a.a.O., S. 100): *Brunner* und *Meltzer* machen zunächst eine Regressionsrechnung mit Absolutwerten. Dabei erweist sich der Regressionskoeffizient der Geldbasis als hochsignifikant, die Dispositionen der Nichtbanken über das geschaffene Geld, gemessen an der Präferenz für Termineinlagen bzw. Bargeld haben keinen signifikanten Einfluß auf die Geldmenge (*Brunner/Meltzer*, op. cit., Table 3b). Die Autoren schließen daraus auf eine Dominanz der Geldbasis für die Geldmenge. *Brunner* und *Meltzer* rechnen nun denselben Regressionsansatz unter Verwendung von 1. Differenzen des Zahlenmaterials. Und hier ändert sich plötzlich wieder das Bild. Die *t*-Werte des Regressionskoeffizienten der Geldbasis gehen deutlich zurück, diejenigen Parameter, die die Präferenz der Nichtbanken für Bargeld und Termineinlagen messen, sind nunmehr hochsignifikant (*Brunner/Meltzer*, op. cit., Table 5b). *Brunner* und *Meltzer* scheinen also selber den Nachweis erbracht zu haben, daß die Nichtbankendispositionen über das geschaffene Geld sehr wohl eine Rolle spielen, wenn es gilt, Veränderungen der Geldmenge zu erklären (freilich scheint dieser Nachweis ungewollt zu sein, denn die Autoren kommentieren dieses Ergebnis nicht).

³⁰ L. *Kalish III*, A Study of Money Stock Control, Journal of Finance, 1970, S. 761 ff.

dadurch korrigiert, daß man den Stützbereich für die Schätzung der monatlichen Entwicklung des Multiplikators von Monat zu Monat weiterbewegt³¹.

Man findet in diesem Aufsatz keinen Bezug mehr auf die theoretisch so kunstvoll erarbeiteten Determinanten des Geldmultiplikators. Anders ausgedrückt: Die theoretische Relation erweist sich für die praktische Politik als unbrauchbar. Das Problem reduziert sich einfach darauf, die Entwicklung des Multiplikators aus dem Trend heraus zu prognostizieren und bei abweichender aktueller Bewegung mit der Geldbasis zu reagieren. Dies ist eine Vorgehensweise, die die Auffassung, die der Geldstromanalyse von *Köhler* zugrunde liegt, bereits seit Jahren befürwortet.

Zusammenfassung

Das Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik Zu einem kritischen Aufsatz von H. G. Monissen

Der vorliegende Aufsatz nimmt Bezug auf eine von H. G. *Monissen* veröffentlichte kritische Stellungnahme zu den theoretischen Grundlagen der potentialorientierten Kreditpolitik, einer liquiditätstheoretischen Konzeption für die Zentralbankpolitik. Es wird gezeigt, daß die *Monissen*'sche Kritik aus einem theoretischen Ausschließlichkeitsanspruch zu erklären ist. *Monissen* postuliert, daß geldpolitische Maßnahmen via Einfluß auf Vermögensbestände und Vermögensstruktureffekte auf die nominale Gesamtnachfrage wirken, daß mithin Aussagen über Kausalitäten nur aus der Analyse eines Strukturmodells gewonnen werden können, das die Beziehung der einzelnen Vermögenspositionen untereinander und deren Verknüpfung mit den geldpolitischen Instrumenten beschreibt.

Die potentialorientierte Kreditpolitik ist eine Konzeption, die der Zentralbank die Steuerung von Zahlungsströmen zuweist. Dahinter steht die Auffassung, daß Ströme leichter zu lenken sind als Vermögensbestände und daß die vorhandenen kreditpolitischen Instrumente überwiegend darauf angelegt sind, Geld- und Kreditströme zu beeinflussen. Zwischenziel der Zentralbankpolitik ist die Stromgröße Kreditgewährung, die unter Berücksichtigung der Dispositionen der Nichtbanken über die vorhandene Geldmenge die Höhe des Zahlungsvolumens determiniert, das seinerseits mit der nominalen Gesamtnachfrage verbunden ist.

Das Konzept wird in komprimierter Form dargestellt. Im Systemzusammenhang abgehandelt zeigt sich, daß die Kritik *Monissens* nicht zu halten ist.

³¹ L. Kalish III, a.a.O., S. 767 ff.

Summary

The Concept of Potential-Oriented Credit Policy On a critical essay by H. G. Monissen

This article relates to a critical commentary published in this journal, in which H. G. *Monissen* expresses his views on the theoretical foundations of potential-oriented credit policy, a liquidity-theory conception for central bank policy. It is shown that *Monissen*'s criticism can be explained by a claim to theoretical exclusivity. *Monissen* postulates that monetary policy measures exert an influence via stocks of wealth and wealthstructure effects on nominal aggregate demand, and that hence evidence on causalities can be gained only from analysis of a structural model which describes the interrelationships of the various items of wealth and their association with the instruments of monetary policy.

Potential-oriented credit policy is a conception which assigns the central bank the task of controlling *flows* of payments. Underlying this is the view that flows are more easily controlled than stocks of wealth and that the existing credit-policy instruments are designed predominantly to influence money and credit flows. The intermediate objective of central bank policy is the flow magnitude of credit granting, which in turn, taking account of the dispositions of non-bankers, acts via the existing quantity of money and determines the magnitude of the volume of payments, which in its turn is related to the nominal aggregate demand.

The concept is presented in condensed form. When considered in the light of systematic relationships *Monissen*'s criticism proves to be untenable.

Résumé

Le concept de la politique du crédit à orientation potentialisée Réponse aux critiques de H. G. Monissen

Le présent article examine l'avis critique, publié dans cette revue, de H. G. *Monissen* sur les principes théoriques de la politique du crédit à orientation potentialisée, conception théorique de la liquidité pour la politique de la banque centrale. Les auteurs démontrent que la critique de *Monissen* s'explique par une prétention théorique à l'exclusivité. *Monissen* postule que par le truchement de son influence sur les avoirs et sur les effets de structure sur ces avoirs, les mesures de politique monétaire agissent sur la demande nominale globale et que des conclusions sur les causalités ne pourraient être tirées que de l'analyse d'un modèle structurel décrivant les relations entre les divers types d'avoirs et leurs liaisons avec les instruments de la politique monétaire.

La politique du crédit à orientation potentialisée est une conception qui indique à la banque centrale la direction des flux de paiements. Cette conception se fonde sur l'idée qu'il est plus aisé d'orienter des flux que des avoirs et que les instruments actuels de politique du crédit sont plus aptes à influer sur les flux de la monnaie et du crédit. L'objectif intermédiaire de la politique de la banque centrale est l'encours des crédits, fraction du flux monétaire, qui compte tenu des utilisations décidées par les non-banquiers détermine avec le volume monétaire existant la masse du volume des paiements, qui est elle-même liée à la demande nominale globale.

Le concept est exposé sous forme comprimée. Introduite dans le système existant, la critique de *Monissen* ne tient pas.