

## Aktiva-Reserve und Offenmarktpolitik in kontroversen geldtheoretischen Konzepten\*

Von Dietmar Kath, Freiburg

In den letzten Jahren ist die Verantwortung für die konjunkturelle Steuerung in der Bundesrepublik wieder mehr auf die Notenbank abgewälzt worden. Abgesehen davon, daß die Gründe hierfür ohne Zweifel im politischen Bereich zu suchen sind, ist die Übertragung der dominierenden Rolle im Kampf gegen die Inflation auf die Zentralbank nur auf der Grundlage eines gesicherten Vertrauens in ihre Möglichkeiten vertretbar, eine inflationäre Entwicklung einzudämmen. Tatsächlich bestand bisher — bei aller Skepsis gegenüber der Wirksamkeit der Geldpolitik, aus einer Rezessionsphase heraus einen Prozeß der wirtschaftlichen Expansion zu initiieren — weitgehende Einhelligkeit über ihre Effizienz in den Boomperioden als Instrument der Restriktionspolitik. Gerade in dieser Hinsicht ist in der Bundesrepublik in jüngster Zeit ein Scheitern nicht zu übersehen. Am deutlichsten kommt dies in den sich ständig akzelerierenden Inflationsraten zum Ausdruck. Die Zweifel an den Möglichkeiten der Bundesbank zu einer kontraktiven Politik gelten dabei nicht nur ihrer Fähigkeit, über die Beeinflussung der Geldmenge und des Kreditvolumens eine Reduktion der Ausgaben der Wirtschaftssubjekte bzw. ihres Wachstums zu erreichen, Zweifel werden heute bereits geäußert, ob sie überhaupt noch in der Lage ist, die monetären Zielgrößen — also die Geldmenge und das Kreditvolumen selbst — nachhaltig zu beeinflussen. Trotz der seit Juni 1972 zunehmend verschärften kontraktiven Politik und trotz der seit einigen Monaten relativ gut abgesicherten außenwirtschaftlichen Flanke expandieren Geldmenge und Kreditvolumen nahezu unvermindert. Selbst die Bundesbank konstatiert hier eine Diskrepanz zwischen der Zielstellung und den

---

\* In Heft 2/1973 dieser Zeitschrift ist der Aufsatz von Werner Ehrlicher, Zur Neuordnung des Instrumentariums der Deutschen Bundesbank, erschienen. Letzterer und der vorliegende Beitrag sind durch Diskussionen über diesen Problemkreis am Institut für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Universität Freiburg entstanden und sind daher im Zusammenhang zu sehen.

Ergebnissen ihrer Politik, und sie erklärt dies nicht mehr wie früher in ähnlichen Situationen allein mit dem langen Bremsweg ihrer Maßnahmen<sup>1</sup>.

Auf diesem Hintergrund sind nun in den letzten Monaten verschiedene Vorstellungen entwickelt worden, die eine wirksamere Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums zur Durchsetzung einer monetären Restriktionspolitik zum Gegenstand haben. Im folgenden sollen zwei dieser Pläne — zum einen der Vorschlag der Bundesbank<sup>2</sup>, zum anderen der des Sachverständigenrates<sup>3</sup> — diskutiert werden. Beide Reformpläne sind deshalb besonders interessant, weil hinter ihnen — obwohl es sich auf den ersten Blick nur um verschiedene Lösungstechniken zu handeln scheint — die gegensätzlichen Grundpositionen der herrschenden Wirtschaftstheorie — nämlich die der Monetaristen und die der Neokeynesianer — stehen. Diese theoretischen Richtungen unterscheiden sich bekanntlich insbesondere in ihren unterschiedlichen Auffassungen über den Wirkungszusammenhang zwischen monetären und realen Größen im allgemeinen und den finanziellen Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte im besonderen<sup>4</sup>. Hinter den unterschiedlichen theoretischen Vorstellungen stehen dabei sicher auch divergierende ordnungspolitische Konzepte. Es ist nicht zufällig, daß von den interventionsfreudigeren Neokeynesianern — die in der Bundesbank ja wohl dominieren — eine Verschärfung der Mindestreservebestimmungen, von den „liberaleren“ Monetaristen eine Umgestaltung der Offenmarktpolitik vorgeschlagen wird.

Diese ordnungspolitischen Aspekte sollen hier nicht aufgegriffen werden<sup>5</sup>. Vielmehr wird allein die Frage erörtert, welche der vorgeschlagenen Instrumente — also Verschärfung der Mindestreservevorschriften oder verstärkter Einsatz der Offenmarktpolitik — unter den gegebenen Bedingungen besser geeignet sind, die monetäre Expansion zu kontrollieren und damit letztlich das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte bzw. die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu steuern.

---

<sup>1</sup> Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 26 ff.

<sup>2</sup> Dasselbst, S. 28.

<sup>3</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1972, Tz. 400 ff.

<sup>4</sup> Für eine systematische Gegenüberstellung der Standpunkte beider Schulen vgl. D. I. Fand, Ein monetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses, in: Kredit und Kapital, 3. Jg. (1970), S. 361—385.

<sup>5</sup> Sie werden eingehend in dem oben genannten Beitrag von Ehrlicher behandelt.

Damit besteht das Anliegen dieses Artikels darin, die beiden geldpolitischen Konzepte auf der Grundlage ihrer jeweils implizierten Auffassungen über den Transmissionsmechanismus monetärer Impulse miteinander vergleichend zu beurteilen. Zu diesem Zweck werden in einem ersten Abschnitt die alternativen Reformvorschläge als Ergebnis einer unterschiedlichen Deutung der Ursachen für die Wirkungslosigkeit der Restriktionspolitik der Bundesbank dargestellt; in einem zweiten Teil werden dann diese Pläne im Wirkungszusammenhang der jeweiligen geldtheoretischen Ansätze analysiert, und gleichzeitig wird untersucht, inwieweit die empfohlenen Instrumente geeignet sind, die Effizienz der Notenbank in der Phase der Hochkonjunktur zu verbessern. Schließlich wird drittens die Frage erörtert, welchem der Vorschläge zur Neugestaltung der Vorzug gebührt. Die zuvor herausgestellten Erkenntnisse begründen die Schlußfolgerung, daß eine neuorientierte Mindestreserve- und eine umgestaltete Offenmarktpolitik die gemeinsamen Bestandteile eines wirkungsvollen Reformkonzeptes für die Geldpolitik der Bundesbank sein sollten.

## I.

Zunächst sollen die Reformvorschläge selbst kurz dargestellt werden. Die Bundesbank sieht — wie schon angedeutet — eine erhebliche Erweiterung ihrer Möglichkeiten im Rahmen der Mindestreservepolitik vor, während der Sachverständigenrat in seiner Mehrheit eine wirksamere Ausgestaltung der Offenmarktpolitik postuliert. Der Gesamtplan der Bundesbank enthält verschiedene Elemente:

- einmal die Vervollständigung der bestehenden an den Bankverbindlichkeiten orientierten Mindestreservepflicht, u. a. um die in den vergangenen Jahren entwickelten legalen Ausweichs- und Umgehungsmöglichkeiten zu erfassen;
- des weiteren die Einführung einer neuen an die Aktivgeschäfte der Kreditinstitute geknüpfte Mindestreservepflicht
- und schließlich die Ermächtigung zu einer zeitlich befristeten Plafondierung der Kreditgewährung.

Aus diesem Reformkatalog ist allein das Instrument einer Aktiva-Mindestreserve als alternative Strategie zu derjenigen einer Umgestaltung der Offenmarktpolitik anzusehen. Die Kreditplafondierung ist als harter dirigistischer Eingriff selbst von der Bundesbank nur als äußerstes Mittel vorgesehen, und die Verschärfung der bestehenden Mindest-

reserveregelungen ist in der Mehrzahl ihrer Einzelbestimmungen nicht kontrovers, sofern man nicht den Standpunkt einnimmt, das Instrument „Mindestreservpolitik“ völlig abzuschaffen, was in der Bundesrepublik ernsthaft nicht zur Diskussion stehen kann.

Der gemeinsame Ansatzpunkt für die Pläne von Bundesbank und Sachverständigenrat ist die Diagnose einer erfolglosen Restriktionspolitik, deren Zielsetzung wie folgt gekennzeichnet werden kann: Einschränkung des Kreditangebots der Banken und damit gleichzeitig Verlangsamung der daraus resultierenden Zunahme der Geldmenge über eine Reduktion der Bankenliquidität<sup>6</sup> sowie — durch Anhebung des Zinsniveaus — Reduktion der Kreditnachfrage der Nichtbanken<sup>7</sup>. Entsprechend dieser Aufgabenstellung läßt sich der Erfolg der Bundesbankpolitik beurteilen, indem die Veränderung der Bankenliquidität und des Zinsniveaus einerseits mit der Entwicklung der Geldmenge und des Kreditvolumens der Kreditinstitute an Nichtbanken andererseits verglichen wird.

Die augenblickliche Phase der monetären Restriktion hat Anfang 1969 begonnen. Während dieser Zeit — von Dezember 1968 bis Dezember 1972 — stieg die Kreditvergabe der Kreditinstitute an inländische Nichtbanken<sup>8</sup> um jährlich durchschnittlich 16 %; und die gleiche Steigerungsrate läßt sich für Geldvolumen und Quasigeldbestände ermitteln<sup>9</sup>. Die kontraktive Politik mußte seither allerdings mehrmals gelockert werden, da sie von außenwirtschaftlichen Faktoren unterlaufen wurde. Aus diesem Grunde soll hier für die Erfolgsanalyse nur der von der Bundesbank gesteuerte scharfe Restriktionskurs der letzten Monate, der Ende Juni 1972 in Gang gesetzt und seitdem nicht unterbrochen wurde, zugrunde gelegt werden.

Von diesem Zeitpunkt bis März 1973<sup>10</sup> ging die Liquiditätsquote der Kreditinstitute drastisch von 8,5 % auf 2,1 % zurück, wobei nachdrück-

<sup>6</sup> Der Begriff Bankenliquidität wird hier in der Definition der Deutschen Bundesbank als „freie Liquiditätsreserven der Kreditinstitute“ verwendet.

<sup>7</sup> Diesen Wirkungszusammenhang bezeichnet die Bundesbank als Grundüberlegung ihrer Politik. (Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1972, S. 26).

<sup>8</sup> Bei der Berechnung dieser Zuwachsrate wurde das Kreditvolumen ohne Schatzwechselkredite, Wertpapierbestände, Ausgleichs- und Deckungsforderungen zugrunde gelegt. (Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1973, Tab. III, 4).

<sup>9</sup> Dasselbst, Tab. I, 2.

<sup>10</sup> Die Quote der freien Liquiditätsreserven am Einlagenvolumen der Kreditinstitute wurde von der Bundesbank letztmalig für März 1973 angegeben

lich hervorzuheben ist, daß der kritische Wert für diese Größe, den die Kreditinstitute nicht zu unterschreiten bereit seien, von der Bundesbank stets mit ca. 6 % angenommen wurde<sup>11</sup>. Gleichzeitig stieg der Kreditzins beträchtlich, beispielsweise betrug die Steigerungsrate des Kontokorrentzinses 35 %<sup>12</sup>. Trotz dieser einschneidenden restriktiven Veränderung der monetären Steuerungselemente expandierten die Zielgrößen mit unvermindertem Tempo: das Kreditvolumen mit einer jährlichen Rate von 15 %, Geld- und Quasigeldmenge mit einem prozentualen Zuwachs von 17,5 %<sup>13</sup>.

Diese offensichtliche Verfehlung der geldpolitischen Ziele wird nun je nach theoretischem Standort des Betrachters unterschiedlich interpretiert, und daraus ergeben sich dann die abweichenden Vorschläge für Maßnahmen zu einer besseren Annäherung an diese Zielsetzung. Aus der Sicht der modernen Quantitätstheorie hat die zu starke monetäre Expansion ihre Ursache in der Wahl der falschen strategischen Variablen zur Beeinflussung des Geldangebots. Nicht die Bankenliquidität, sondern die Menge des Zentralbankgeldes ist nach dieser Theorie die Basis für die Geldversorgung, und diese ihrerseits wird als der dominierende Bestimmungsfaktor für das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte angesehen<sup>14</sup>. Die Monetaristen fordern deshalb ein mäßiges und stetiges Wachstum der Geldbasis und der Geldmenge. Eine inflationäre Entwicklung könne daher allein durch eine Verringerung der Zuwachsrate der Geldmenge bekämpft werden.

Demgegenüber begründet die neokeynesianisch orientierte Geldtheorie die Wirkungslosigkeit der Geldpolitik in erster Linie mit einer über-

---

(vgl. Monatsbericht, Mai 1973, Tab. I, 3). Seitdem hat sie eine Neuabgrenzung dieser zentralbankfähigen Aktiva vorgenommen (vgl. Monatsbericht, Juni 1973, S. 47 ff.).

<sup>11</sup> Vgl. hierzu H. Irmeler, *The Deutsche Bundesbank's Concept of Monetary Theory and Monetary Policy*, in: *Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy*, Ed. K. Brunner, Berlin 1972, S. 146.

<sup>12</sup> Da die Deutsche Bundesbank die Soll- und Habenzinsen nur vierteljährlich ermittelt, mußte die Zinsänderungsrate auf einen etwas abweichenden Zeitraum — in diesem Fall Mai 1972 bis Mai 1973 — bezogen werden. Während dieser Periode stieg der durchschnittliche Zins für Kontokorrentkredite unter 1 Mill. DM von 8,39 auf 11,32 % (vgl. Monatsbericht, Juni 1973, Tab. V, 6).

<sup>13</sup> Die für den Zeitraum von 10 Monaten — Juni 1972 bis April 1973 — ermittelten Zuwachsraten (vgl. Monatsbericht, Juni 1973, Tab. III, 4 und I, 2) wurden auf Jahreswerte umgerechnet.

<sup>14</sup> Vgl. u. a. H.-J. Jarchow, *Theorie und Politik des Geldes*, Göttingen 1973, S. 273.

großen Elastizität des Geld- und Kreditsystems<sup>15</sup>. Während die Kreditnachfrage als wenig zinsreagibel eingeschätzt wird, gilt die Geldnachfrage oder Liquiditätspräferenz als hochgradig zinsempfindlich. Dies hat im Konjunkturverlauf folgende Konsequenz: Änderungen des Niveaus und der Struktur der Zinssätze bewirken eine derartige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, daß in Rezessionsphasen bei sinkendem Zins eine Verlangsamung und in Boomphasen bei steigenden Zinssätzen eine Beschleunigung eintritt. Auf diese Weise wird das Krediterschöpfungspotential der Geschäftsbanken ständig wieder aufgefüllt. Allein durch eine unmittelbare Steuerung der Kreditverfügbarkeit seitens der Zentralbank läßt sich gemäß dieser theoretischen Position das Ausgabeverhalten der Wirtschaftssubjekte beeinflussen<sup>16</sup>.

## II.

Auf dem Hintergrund dieser theoretischen Hypothesen über das Verhalten der Wirtschaftssubjekte können nunmehr die alternativen Reformvorschläge interpretiert werden.

1. Hinter den Vorschlägen zur Umgestaltung der Offenmarktpolitik steht die Vorstellung der Monetaristen, daß die Notenbank die monetäre Expansion nur dann kontrollieren kann, wenn sie die Versorgung mit Zentralbankgeld im Griff hat<sup>17</sup>. Daher muß der im Liquiditätskonzept der Bundesbank enthaltene Entscheidungsspielraum der Geschäftsbanken über die Versorgung mit Zentralbankgeld, also die Möglichkeit der Einzelbank wie des Bankensystems, sich jederzeit durch Auflösung freier Liquiditätsreserven von der Bundesbank nach Bedarf Zentralbankgeld zu beschaffen, beseitigt werden. Dies ist dadurch möglich, daß die Notenbank den Ankauf von Aktiva aus dem Geschäftsbankenbereich — insbesondere von Geldanlagen im Ausland und eigenen Offenmarktpapieren — einstellt. Bei festen Wechselkursen ist die Beherrschung der Auslandsanlagen äußerst schwierig. Da ihre Auflösung für inländische Banken notwendig mit einem Devisenverkauf an die Zentralbank gekoppelt ist, kann diese Quelle der Versorgung mit Zentralbankgeld nur durch die Einführung flexibler Wechselkurse einge-

---

<sup>15</sup> Vgl. hierzu A. D. Bain, *The Control of the Money Supply*, Manchester 1970, S. 114 ff.

<sup>16</sup> Ders., a.a.O., S. 120 f.

<sup>17</sup> Vgl. u. a. M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham 1960, S. 50 sowie K. Brunner — A. H. Meltzer, *An Alternative Approach to the Monetary Mechanism*, Washington 1964, S. 87.

trocknet werden. Das seit kurzem geltende System des Block-floating der meisten EWG-Währungen gegenüber dem Dollar stellt wegen der dominierenden Rolle des US-Geldmarktes für deutsche Kreditinstitute eine erhebliche Verbesserung in diesem Sinne dar.

Um die Liquiditätsbeschaffung durch Rückgabe inländischer Geldmarktpapiere an die Notenbank zu unterbinden, muß die bisher auf die Liquiditätsdispositionen der Banken hin konzipierte Offenmarktpolitik, die den Zins als Aktionsparameter und die von den Banken nachgefragte Menge als Erwartungsparameter behandelt, und außerdem die jederzeitige Rücknahme dieser Titel garantiert, zu einem Instrument der kontrollierten Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld umkonstruiert werden. Eine unter dieser Zielsetzung ausgestaltete Offenmarktpolitik erfordert einen mengenmäßig geplanten Absatz von Offenmarktpapieren, mit dem Zins als Erwartungsparameter und festgelegten Laufzeiten für diese Titel ohne vorzeitige Rücknahme.

Dieser Vorschlag geht davon aus, daß sowohl die Giralgeldschöpfung als auch die Kreditexpansion der Geschäftsbanken eine stabile Relation zur Zentralbankgeldversorgung aufweisen, während die Rolle des Zinses für die Bestimmung dieser Größen als unbedeutend angesehen wird<sup>18</sup>. Veränderungen des Zinsniveaus und der Zinsstruktur können jedoch in mehrfacher Hinsicht den Geld- und Kreditschöpfungsprozeß beeinflussen: Einmal kann eine Variation des Zinsniveaus die Bargeldhaltung des Publikums im Verhältnis zu dessen Bestand an Sichtdepositen aber auch die von den Nichtbanken gewünschte Quote der Kassenhaltung — Bargeld und Sichtdepositen — am Finanzvermögen insgesamt gegenläufig verändern<sup>19</sup>. Mit anderen Worten: Eine restriktive Geldpolitik übt dann über den notwendigerweise steigenden Zins auf die Wirtschaftssubjekte der Nichtbankensektoren einen Anreiz aus, ihre Geldhaltung zugunsten verzinslicher finanzieller Aktiva aufzugeben. Weiterhin können die nichtfinanziellen Wirtschaftssubjekte aufgrund einer Verschiebung der relativen Zinssätze geneigt sein, auch innerhalb des Spektrums verzinslicher Anlageformen eine Umstrukturierung ihres Portfolios zugunsten nunmehr vergleichsweise höher verzinslicher Schuldtitel vorzunehmen. Sofern ein derartiger Zusammenhang besteht, führt eine auf

---

<sup>18</sup> Vgl. M. Friedman, Zinssätze und Geldnachfrage, in: ders., Die optimale Geldmenge und andere Essays, München 1970, S. 199 ff.

<sup>19</sup> Vgl. W. J. Baumol, The Transaction Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 66 (1952), S. 545 ff., und J. Tobin, The Interest-Elasticity of Transactions Demand for Cash, in: The Review of Economics and Statistics, Vol. 38 1956, S. 241 ff.

langfristige Papiere gestützte kontraktive Offenmarktpolitik zu einer Erhöhung des Zinses für Rentenwerte im Verhältnis zum Depositenzins, wodurch ein Austausch von Depositen gegen festverzinsliche Wertpapiere attraktiv wird<sup>20</sup>. Sofern geldpolitische Maßnahmen, insbesondere Offenmarktoperationen, derartige Substitutionsprozesse auslösen, ist ihre Wirkung auf Geldmenge und Kreditvolumen ungewiß, und die Notenbank ist nicht in der Lage, die monetäre Expansion über die Geldbasis verläßlich — d. h. mit ex ante kalkulierbaren Ergebnissen — zu regulieren<sup>21</sup>.

Aus dem gleichen Grunde ist eine zusätzliche Kreditschöpfung ohne zusätzliches Zentralbankgeld allein durch Portfolioumschichtungen zwischen Banken und Nichtbanken, also durch eine intensivere Nutzung des vorhandenen Zentralbankbestandes möglich. Obwohl die Vertreter der neueren Quantitätstheorie in jüngster Zeit eine partielle Endogenität der Geldmenge anerkennen, halten sie die Prädominanz der Währungsbehörde bei der Bestimmung des Geldangebots nach wie vor für erwiesen<sup>22</sup>.

2. Im Gegensatz zu den Monetaristen gehen die Neokeynesianer von der Vorstellung aus, daß eine strenge Beziehung zwischen Zentralbankgeldmenge und Kreditexpansion nicht angenommen werden könne, die Geld- und Kreditvolumina vielmehr überwiegend endogen determiniert seien. Da überdies eine ständige Kompensation der konterkarierenden Zinseffekte darum nicht möglich erscheint, weil der Einfluß von Zinsänderungen auf die finanziellen Verhaltensweisen entweder keine ausreichende Stabilität aufweist oder zumindest die Kenntnis dieser Gesetz-

<sup>20</sup> Vgl. L. E. Gramley und S. B. Chase, Jr., Time Deposits in Monetary Analysis, in: Targets and Indicators of Monetary Policy, Ed. K. Brunner, San Francisco 1969, S. 219—249.

<sup>21</sup> Diese Ansicht vertritt auch Teigen, der sowohl für die Bargeldquote als auch für die Nachfrage nach Sicht- und Zeitdepositen beträchtliche Zinselastizitäten in der vermuteten Richtung in den USA nachgewiesen hat. (R. Teigen, An Aggregated Quarterly Model of the U.S. Monetary Sector, 1953—1964, in: Targets and Indicators of Monetary Policy, Ed. K. Brunner, a.a.O., S. 175 bis 218.)

<sup>22</sup> K. Brunner und A. H. Meltzer haben bereits 1966 ein theoretisches Modell des Geldangebotsprozesses entwickelt, das mehrere Zinssätze als explizite Bestimmungsfaktoren sowohl der Geldmenge als auch des Kreditvolumens enthält. (A Credit-Market Theory of Money Supply and Two Major Puzzles of U.S. Monetary Policy, in: Essays in Honour of Marco Fanno, Vol. II, Padua 1966, S. 151—176.) Neuerdings ordnet Brunner den Zinseffekten ein noch größeres Gewicht zu (The „Monetarist Revolution“ in Monetary Theory, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 105 (1970), S. 1—29; wiederabgedruckt in: Der neue Monetarismus, Hrsg. P. Kalmbach, München 1973, S. 70—103, insb. Seite 88 ff.).

mäßigkeiten noch zu gering ist<sup>23</sup>, kann die Konsequenz nur darin bestehen, mit den geldpolitischen Instrumenten unmittelbar auf die Kreditgewährung einzuwirken<sup>24</sup>. Hier ist der Ansatzpunkt für den Reformplan der Deutschen Bundesbank, eine Mindestreservepflicht für alle diejenigen Aktivgeschäfte einzuführen, die von einem bestimmten Stichtag ab neu abgeschlossen werden, jedoch nur, sofern es zur Vermeidung einer unangemessenen Ausweitung der Kreditgewährung der Kreditinstitute erforderlich ist. Diese sogenannte Aktiva-Zuwachsreserve soll zusätzlich zur bestehenden Mindestreservepflicht für Bankverbindlichkeiten gelten.

Bei einer Würdigung dieses Vorschlags ist davon auszugehen, daß die Aktiva-Reserve wie die Passiva-Reserve einen Liquiditätseffekt aufweist, da jede zusätzliche Kreditgewährung obligatorisch mit der Einrichtung eines zusätzlichen Zentralbankguthabens verknüpft ist. Es stellt sich daher als erstes die Frage, ob der gleiche Effekt nicht auch durch ein Anheben der Passiva-Reserve-Sätze zu erreichen wäre. Sie kann nach einer kurzen Überlegung eindeutig mit ja beantwortet werden. Wird die Aktiva-Reserve — wie vorgeschlagen — zusätzlich zur Passiva-Reserve erhoben, dann resultiert für das Bankensystem im Zuge des Krediterschöpfungsprozesses ein entsprechend höherer Reserveentzug als im Falle einer ausschließlichen Passiva-Reserve. In welchem Ausmaß daraufhin der maximale Kreditschöpfungsspielraum der Geschäftsbanken verringert wird, läßt sich aus einem Vergleich<sup>25</sup> der jeweiligen Kreditschöpfungsmultiplikatoren ableiten. Für den Fall einer reinen Passiva-Reserve hat dieser bekanntlich den Wert<sup>26</sup>:

$$m_1 = \frac{1}{c + r_p(1 - c)}$$

<sup>23</sup> Vgl. R. Teigen, a.a.O., S. 213.

<sup>24</sup> Diese These vertritt auch P. Voß, Zielkonforme Ausgestaltung der Mindestreservenpolitik, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Bd. 61, Berlin 1972, insbesondere S. 88 ff. Vgl. außerdem E. Dürr, Die Ausgestaltung der Geldpolitik aufgrund der neueren geldpolitischen Erkenntnisse und wirtschaftspolitischer Erfahrungen, in: Geldtheorie und Geldpolitik, Festschrift für G. Schmolders, Hrsg. C. A. Andreae u. a., Berlin 1968, S. 87 f. Dürr macht hier auch den Vorschlag, Passiva- und Aktiva-Reserve zu kombinieren, denkt aber wohl daran, diese zweifache Bemessungsgrundlage prinzipiell einzuführen und die Aktivazuwachsreserve nicht nur zur Verschärfung einer restriktiven Politik anzuwenden.

<sup>25</sup> Der Vergleich bezieht sich auf die zusätzlich mögliche Kreditexpansion nach Einführung der Aktiva-Zuwachsreserve. Insofern ist auch für die Passiva-Reserve nur der marginale Reservesatz maßgebend.

<sup>26</sup> Vgl. u. a. E. Schneider, Einführung in die Wirtschaftstheorie, III. Teil, 4. Aufl., Tübingen 1957, S. 46.

wobei  $r_p$  den Passiva-Reservesatz als Durchschnitt der prozentualen Belastung der Sicht-, Termin- und Spardepositen mit Mindestreserven repräsentiert und  $c$  die Quote der Bargeldhaltung an den Geldbeständen der Nichtbanken — Bargeld plus Sichtdepositen — ausdrückt. Für ein kombiniertes Mindestreservesystem errechnet sich ein Multiplikator, der zusätzlich den Aktiva-Reservesatz,  $r_a$ , als Parameter enthält:

$$m_2 = \frac{1 - r_a}{c + [r_p + r_a(1 - r_p)](1 - c)} .$$

Er weist im Vergleich zur einfachen Reservepflicht sowohl einen kleineren Wert im Zähler als auch einen größeren im Nenner auf. Die Erklärung für diesen Sachverhalt ergibt sich aus einer Betrachtung der einzelnen Runden des Kreditexpansionsprozesses, wobei ein Verkauf von zentralbankfähiger Aktiva in Höhe von  $\Delta Z$  unterstellt wird. (Vgl. Tabelle I.) Die Abweichungen der Kreditschöpfungsmultiplikatoren erklären sich demnach wie folgt: Einerseits muß diejenige Bank, welche sich bei der Notenbank zusätzliches Zentralbankgeld beschafft — im Gegensatz zur reinen Passiva-Reserve — bereits in der ersten Kreditschöpfungsrunde eine Aktiva-Reserve hinterlegen. Dadurch wird der Zähler um  $\Delta Z \cdot r_a$  vermindert. Weiterhin entsteht auf allen späteren Stufen einmal eine Reserveverpflichtung infolge des Depositenzuflusses und zum anderen eine aufgrund der Kreditgewährung. Auf diese Weise wird der Nenner des Kreditschöpfungsmultiplikators erhöht.

Per Saldo ließe sich die hier zunächst betrachtete Liquiditätswirkung natürlich auch mit einer Erhöhung der Mindestreservesätze auf Einlagen erzielen. Daher kann dieser Liquiditätsentzugseffekt allein die Einführung einer Aktiva-Reserve nicht rechtfertigen. Bei der Aktiva-Reserve treten nun jedoch noch zwei weitere Effekte auf, die wir als Rentabilitätseffekt und Inzidenzeffekt bezeichnen können.

Der Rentabilitätseffekt ist dabei in folgendem Zusammenhang begründet: Ein einzelnes Kreditinstitut kann die Aktiva-Reserve im Gegensatz zur Passiva-Reserve legal vermeiden, indem es statt der reservspflichtigen Aktivgeschäfte andere, nicht mit einer Mindestreserve verknüpfte Anlagen tätigt. Voraussetzung hierfür ist, daß die Geldbehörde entsprechende Liquiditätspapiere zur Verfügung stellt, deren Rendite die unter Berücksichtigung der Aktivareservehaltung geminderte Verzinsung der Kreditgewährung übersteigen muß. Da der Ankauf solcher Papiere durch die Notenbank als Geldstillegung anzusehen ist, kommt es durch den Wegfall der ansonsten gewährten Kredite zu einer Ver-

Periodenanalyse des Kreditschöpfungsprozesses bei alternativen Mindestreservesystemen

Kreditschöpfungsrunde	Zuwachs des Kreditschöpfungspotentials	Passiva-Reservesystem	Aktiva-Reservesystem
1. Runde . . . .	$\Delta K_1$	$\Delta Z$	$\Delta Z (1 - r_d)$
2. Runde . . . .	$\Delta K_2$	$\Delta Z (1 - c) (1 - r_p)$	$\Delta Z (1 - r_d) (1 - c) (1 - r_p) (1 - r_d)$
3. Runde . . . .	$\Delta K_3$	$\Delta Z (1 - c)^2 (1 - r_p)^2$	$\Delta Z (1 - r_d) (1 - c)^2 (1 - r_p)^2 (1 - r_d)^2$
.	.	.	.
.	.	.	.
.	.	.	.
Gesamtprozeß	$\sum_{t=1}^{\infty} \Delta K_t$	$\begin{aligned} &= \Delta Z + \Delta Z (1 - c) (1 - r_p) \\ &+ \Delta Z (1 - c)^2 (1 - r_p)^2 + \dots \\ &= \frac{\Delta Z}{1 - (1 - r_p) (1 - c)} \end{aligned}$	$\begin{aligned} &= \Delta Z (1 - r_d) + \Delta Z (1 - r_d) (1 - c) (1 - r_p) (1 - r_d) \\ &+ \Delta Z (1 - r_d) (1 - c)^2 (1 - r_p)^2 (1 - r_d)^2 + \dots \\ &= \frac{\Delta Z (1 - r_d)}{1 - (1 - c) (1 - r_p) (1 - r_d)} \end{aligned}$

langsamung der monetären Expansion. Diese Kreditrestriktion kann als Rentabilitätseffekt der Aktiva-Reserve bezeichnet werden. Wird der Aktiva-Reservesatz allerdings zu gering angesetzt, könnte die Durchführung reservepflichtiger Aktivgeschäfte für das Bankensystem als Ganzes dennoch vorteilhaft sein, weil einerseits dann nach wie vor die Möglichkeit zu multipler Kreditschöpfung besteht, und andererseits die Rentabilitätsminderung unbedeutend wäre. Daraus folgt, daß der Aktiva-Reservesatz hinreichend hoch angesetzt werden muß<sup>27</sup>.

Der Einwand der Kritiker, daß infolge einer zunächst eintretenden Kreditverknappung die Zinssätze für mindestreservepflichtige Aktiva steigen würden, so daß nach entsprechender Anpassung ihre Verzinsung wieder über der Rendite der Liquiditätstitel liegen würde, ist zwar richtig, jedoch trotzdem nicht stichhaltig, weil die Notenbank diese weiter erhöhen könnte, so daß ihre höhere Rentabilität stets gewährleistet ist. Außerdem steigt für die Kreditinstitute bei höherem Zinsgebot der Kreditnachfrager das Kreditrisiko, so daß die Banken von sich aus eine Kreditrationierung betreiben. Zwar gilt diese Aussage nur bei gegebener Grenzleistungsfähigkeit, diese Bedingung kann jedoch bei restriktiver Geldpolitik mit geringen Überwälzungschancen als erfüllt angesehen werden.

Der Inzidenzeffekt der Aktiva-Reserveregelung besteht schließlich darin, daß die Reservepflicht immer das Institut trifft, welches die Kreditexpansion vornimmt, während bei der Passiva-Reserve diejenige Bank bestraft wird, die den Depositenzufluß verzeichnet, selbst wenn sie sich in der Kreditgewährung zurückhält. Wegen dieser Inzidenzwirkung der Mindestreservepflicht besteht auch die Chance, daß der

<sup>27</sup> Bezeichnet  $\varrho_0$  die Rendite für Offenmarkttitel und  $\varrho_K$  den Ertragssatz für Bankkredite, dann muß für die einzelne Bank die Bedingung  $\varrho_0 > \varrho_K (1 - r_a)$  erfüllt sein. Diese einzelwirtschaftliche Betrachtung ist jedoch irreführend. Für das Bankensystem insgesamt muß nämlich berücksichtigt werden, daß eine Kreditexpansion möglich ist, die den Zentralbankgeldzufluß aufgrund der multiplikativen Verknüpfung übersteigt, vorausgesetzt,  $m_2 > 1$ . Demnach muß das Verhältnis der Ertragsraten größer als der Multiplikator sein

$\frac{\varrho_0}{\varrho_K} > m_2$ , d. h. entweder muß der Aktiva-Reservesatz so hoch angesetzt sein,

daß der Multiplikator  $m_2 < 1$  wird — es müßte dann  $\frac{r_a}{1 - r_a} > (1 - r_v)(1 - c)$  sein — oder die Notenbank muß die Rendite der Liquiditätspapiere über dem Kreditzins festsetzen, wenn der Rentabilitätseffekt wirksam werden soll. Je größer der Konzentrationsgrad im Bankensektor ist, um so mehr muß der Kreditschöpfungszusammenhang berücksichtigt werden.

Rentabilitätseffekt die Kreditexpansion zusätzlich einschränkt. Es ist diese Kombination von Rentabilitätswirkung und Inzidenz, die eine Aktiva-Reserve wirkungsvoller erscheinen läßt als eine Passiva-Reserve, welche die Interbankverschuldung in die Mindestreservepflicht einbezieht. Nach diesem Alternativvorschlag von *Pfleiderer*<sup>28</sup> würden zwar auch diejenigen Institute mit Mindestreserven belastet, die ihre Kredite überwiegend auf der Grundlage von im Bankensystem aufgenommenen Geldern gewähren, es würde jedoch nach wie vor der Depositenzuwachs bestraft, der nicht zur Kreditexpansion verwendet wird.

Die Kombination aus einer generellen Mindestreserve auf Einlagen und Bankschuldverschreibungen und einer zusätzlichen Reservepflicht auf den Zuwachs des Volumens der Bankaktiva abzüglich der Forderungen an die Notenbank — wie sie im Reformplan der Bundesbank vorgesehen ist — enthält allerdings einen Konstruktionsfehler, der ihre potentielle Restriktionswirkung erheblich beeinträchtigen kann. Für ein Kreditinstitut, das seine Aktiva umstrukturiert, ohne das Volumen zu ändern, entsteht keine zusätzliche Reserveverpflichtung, so daß eine Kreditexpansion möglich ist, wenn Banken und Nichtbanken zu einem portfolio-shifting bereit sind. Da die Veräußerung einer asset-Form seitens der Banken und der gleichzeitige Erwerb einer anderen keine Mindestreserveverpflichtung auslöst, besteht für die Kreditinstitute die Möglichkeit, festverzinsliche Wertpapiere aus ihrem Bestand an Wirtschaftssubjekte des Nichtbankensektors zu verkaufen, und gleichzeitig anderen Nichtbanken zusätzliche Kredite einzuräumen, vorausgesetzt, daß der Kreditzins die Wertpapierrendite abzüglich eines beim Verkauf entstehenden Kursverlustes übersteigt<sup>29</sup>. Ein zusätzlicher Anreiz ergibt sich, wenn die als Wertpapierkäufer auftretenden Nichtbanken mit

---

<sup>28</sup> O. *Pfleiderer*, Zur Reform des kreditpolitischen Instrumentariums II, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1973, S. 88 ff.

<sup>29</sup> Der in diesem Zusammenhang häufig geltend gemachte „locking-in effect“, wonach die Kreditinstitute angesichts sinkender Wertpapierkurse zur Vermeidung von Kapitalverlusten ihre Bestände an Schuldverschreibungen nicht reduzieren wollen, konnte weder theoretisch überzeugend begründet, noch empirisch nachgewiesen werden. (Vgl. u. a. E. J. *Kane* und B. G. *Malkiel*, Bank Portfolio Allocation, Deposit Variability, and the Availability Doctrine, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 79 (1965), S. 113 - 134.) Für die Bundesrepublik konnte *Timmermann* feststellen, daß die Kreditinstitute ihre Wertpapierhaltung in Phasen restriktiver Geldpolitik zumindest relativ verringert haben. (V. *Timmermann*, Wertpapierbestände und Rendite, Liquiditätsentwicklung und Kredite — Eine empirische Analyse über die Wirksamkeit des *Roosa*-Effektes in der BRD, in: ZfgSt 1968, S. 684 - 696.)

Bankdepósitos bezahlen, weil auf diese Weise Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken freigesetzt werden, die bislang als Mindestreserven für Einlagen gebunden waren<sup>30</sup>. Aufgrund dieser Zusammenhänge kann es für die Banken per Saldo profitabel sein, ihren bisherigen Gläubigern Wertpapiere im Tausch gegen Depósitos zu überlassen, und den dadurch gewonnenen Spielraum auf der Aktivseite durch zusätzliche Kreditgewährung aufzufüllen. Die im Zuge einer derartigen Anpassung der Portfoliostruktur frei werdende Mindestreserve auf Depósitos macht die Umschichtung der Bankaktiva selbst dann noch interessant, wenn die als Folge dieser Operation ausgelöste Steigerung der Wertpapierrendite deren Abstand zum Kreditzins verringert.

Es muß daher gefolgert werden, daß ein kombiniertes System aus Passiva-Reserve und Aktiva-Zuwachsreserve den portfolio-shift nicht nur nicht verhindert — und damit die Elastizität des Kreditsystems nicht einschränkt —, sondern zusätzlich stimuliert. Da die Zuwachsreserve im übrigen erst dann eingeführt werden soll, wenn die Bundesbank eine zu starke Kreditexpansion feststellt, ist folgende zyklische Entwicklung denkbar: In Rezessionsphasen kaufen die Kreditinstitute öffentliche Anleihen — was zu diesem Zeitpunkt nicht mit Aktiva-Mindestreserve belastet wird — in der Boomphase treten sie — wenn die Wertpapierrendite schneller steigt als der Zins auf Spardepósitos — mit den Nichtbanken in einen Aktivtausch und können auf diese Weise Kreditexpansion betreiben, ohne daß sie zu zusätzlicher Reservehaltung verpflichtet sind.

Dieser unerwünschte Portfolio-shift ist allerdings kein notwendiges Resultat einer jeden Aktiva-Reserveregelung. Es sind Ausgestaltungsformen denkbar, die diesen Effekt in der Tat nicht aufweisen. So kann durch eine generelle Einführung der Aktiva-Reserve bei gleichzeitiger Abschaffung der Passiva-Reserveverpflichtung die Reserven freisetzende Wirkung des Wechsels der Anlageform seitens der Nichtbanken vermieden werden. Allerdings wird auch dadurch der Aktivtausch auf seiten der Banken selbst nicht bestraft. Bei entsprechender Zinskonstel-

---

<sup>30</sup> Die expansive Wirkung des portfolio-shifting ist nicht an diese Bedingung geknüpft. Sie kann dann sogar größer sein, wenn die Käufer der Wertpapiere inaktive Kassenhaltung auflösen. Der Effekt dieser Substitution innerhalb der finanziellen Anlageformen auf die Ausgabenneigung der Wirtschaft ist immer dann positiv, wenn die Güternachfrage infolge der Kreditausweitung stärker zunimmt als sie aufgrund des Wertpapiererwerbs bei anderen Nichtbanken eingeschränkt wird. (Vgl. auch A. Lindbeck, *A Study in Monetary Analysis*, Stockholm 1963, S. 262.)

lation kann er nach wie vor lukrativ bleiben. Daher wird verschiedentlich die Spaltung der Mindestreservesätze in einen höheren auf Kredite und einen niedrigeren auf Wertpapiere vorgeschlagen<sup>31</sup>, eine Lösung, die für eine als Zuwachsreserve konzipierte Aktiva-Reservepflicht sinnlos wäre. Will man jedoch am Bundesbank-Vorschlag des Nebeneinander von grundsätzlicher Passiva-Reserve und Aktiva-Zuwachsreserve festhalten, dann muß man konsequenterweise nicht nur das Basisvolumen, sondern gleichzeitig auch die Basisstruktur der Aktiva festlegen. Das bedeutet, daß der reservepflichtige Zuwachs nicht aus der Gesamtheit der Aktiva, sondern bei Wertpapieren und Krediten getrennt ermittelt werden muß. Dann wird zwar bei einer Bilanzverkürzung ebenfalls ein positiver Liquiditätseffekt entstehen, er würde jedoch bei anschließender Kreditgewährung wieder aufgehoben werden. Notwendige Bedingung für dieses Ergebnis ist allerdings, daß der marginale Reservesatz auf die Expansion des Kreditvolumens größer als der marginale Reservesatz auf Depositen sein muß.

Als ergänzende Maßnahme, um ein Portfolio-shifting einzudämmen, müßten auch die intermediären Finanzierungsinstitute — wie Realkreditinstitute, Versicherungen und Bausparkassen — in die Mindestreservepflicht einbezogen werden. Die Aktivität dieser Institutionen begünstigt anderenfalls eine Verlagerung der Kreditvergabe innerhalb des finanziellen Sektors.

### III.

Der Vergleich der beiden Pläne auf der Grundlage alternativer Hypothesen über den Transmissionsmechanismus monetärer Impulse legt folgende Schlußfolgerung nahe: Das Urteil, welchem Reformvorschlag der Vorzug gebührt, hängt entscheidend davon ab, welche Verhaltensweisen man den Wirtschaftssubjekten hinsichtlich ihrer finanziellen Transaktionen unterstellt. Schließt man sich der monetaristischen Annahme an, daß die Wirtschaftssubjekte mit der Struktur ihrer finanziellen Vermögenshaltung auf Zinsänderungen kaum reagieren, daß sie zwischen Kassenhaltung und den übrigen Formen ihres Finanzvermögens eine nahezu komplementäre Beziehung anstreben und daß weiterhin die Relation

---

<sup>31</sup> Eine ausführliche Diskussion dieses Vorschlags findet sich bei W. L. Smith, *Reserve Requirements in the American Monetary System*, in: *Monetary Management*, Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs 1963, S. 277 ff.; außerdem bei P. Voß, a.a.O., S. 101 ff.

Geldbasis zu Geldmenge stabil ist, dann ist kein störender Aktivtausch zu befürchten: Bestehende Passiva-Reserve und neu organisierte Offenmarktpolitik können die Geldbasis bei hinreichender außenwirtschaftlicher Absicherung steuern und damit auch die monetäre Expansion kontrollieren. Neigt man dagegen mehr der Portfoliotheorie zu, die eine hohe Substitutionalität zwischen den verschiedenen Formen finanzieller Aktiva in Abhängigkeit von Änderungen der Zinsstruktur postuliert, dann muß man sich konsequenterweise für eine Aktiva-Reserve mit den zuletzt erörterten Modifizierungen entscheiden.

Eine derart relativierende Stellungnahme kann für die geldpolitische Instanz keine Entscheidungshilfe darstellen. Dennoch ist das Ergebnis dieser Analyse nicht so unbefriedigend, wie es in dieser Zuordnung der Reformpläne zu rivalisierenden theoretischen Schulen zum Ausdruck kommt. So konnte gezeigt werden, daß Aktiva-Reserve und Offenmarktpolitik ebenso wenig einander ausschließende Mittel darstellen, wie sich Geldmenge und Kreditvolumen als geldpolitische Ziele widersprechen. Eine Verknüpfung beider Pläne ist auch aus systematischen Gründen keineswegs abzulehnen, zumal in jüngster Zeit die extremen theoretischen Standpunkte bezüglich der Einflußfaktoren der monetären Dynamik aufgegeben wurden. Während die Portfolio-Theoretiker nicht bestreiten, daß die Zentralbankgeldmenge ein wichtiger Bestimmungsgrund der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist, berücksichtigen die Monetaristen neuerdings stärker die Existenz von Zinseffekten. Damit bleiben von den ursprünglich prinzipiellen Divergenzen nur noch graduelle Unterschiede bestehen.

Aus diesen Erkenntnissen können nun auch Konsequenzen für die Geldpolitik in der Bundesrepublik gezogen werden. Die Beeinflussung der freien Liquiditätsreserven — also der in Zentralbankgeld umtauschfähigen Aktiva — durch die Bundesbank hat sich in der Vergangenheit als ein wenig wirkungsvolles Mittel zur Steuerung der monetären Expansion erwiesen. Daher sollten die geldpolitischen Entscheidungen in Zukunft mehr an der aktuellen statt wie bisher an der potentiellen Versorgung der Kreditinstitute mit Zentralbankgeld orientiert werden. Die Verfolgung einer derartigen Zielsetzung erfordert ein adäquates Instrumentarium, einerseits — wie oben ausgeführt — eine mengenorientierte Offenmarktpolitik, andererseits aber auch die Beibehaltung einer auf die Geldmenge und damit auf die Depositen bezogenen Mindestreservepflicht. Da jedoch die Beziehungen zwischen der Zentralbankgeldversorgung und dem Kreditvolumen — wie die jüngste Entwicklung in der

Bundesrepublik zeigt<sup>32</sup> — kurzfristig weniger stabil sind als aus Gründen der konjunkturellen Steuerung wünschenswert wäre, besteht außerdem die Notwendigkeit für ein Instrument, das die Kreditexpansion unmittelbar in den Griff nimmt. Als ein derartiges Mittel kann eine obligatorische Reservehaltung auf die Aktivgeschäfte der Kreditinstitute angesehen werden. Allerdings müßte ihre Ausgestaltung die im vorangegangenen Abschnitt herausgestellten Bedingungen erfüllen, um kompensierenden Portfolio-shifts den Anreiz zu nehmen. Dementsprechend wäre es erforderlich, daß die Reservepflicht auf den Zuwachs der Aktiva an die Expansion einzelner Aktivakomponenten anknüpft, so daß eine Zunahme der Kreditgewährung auch dann belastet würde, wenn sich wegen einer gleichzeitigen Verringerung des Wertpapierbestandes die Summe der Aktiva des Kreditinstitutes nicht erhöhen würde. Eine permanente Aktiva-Reserve müßte demgegenüber von unterschiedlichen Reservesätzen für Kredite und Wertpapiere berechnet werden, um solche Verschiebungen der Portfoliostruktur zu verhindern, die das Erreichen der geldpolitischen Ziele beeinträchtigen.

Unter dieser doppelten Zielstellung der Steuerung sowohl der Geldmenge als auch des Kreditvolumens ist ein kombiniertes Mindestreservesystem, das teils die Passiva und teils die Aktiva der Kreditinstitute zur Bemessungsgrundlage hat, ein wirksames Instrument zur monetären Steuerung. Eine neugestaltete Offenmarktpolitik würde dieses Konzept insofern sinnvoll ergänzen, als sie den Banken eine rentable Anlagealternative bieten würde, die keine obligatorische Reservehaltung auslöst. Um den Einfluß der Geschäftsbanken auf die Geldbasis einzuschränken, müßten die Offenmarkttitel mit festen Laufzeiten ausgestattet sein. Eine derart neu konzipierte Notenbankpolitik würde zweifellos in der Lage sein, die monetären Aggregate, Geldmenge und Kreditvolumen, besser zu steuern als das geltende Instrumentarium der Bundesbank. Inwieweit sie allerdings geeignet ist, auch auf die gesamtwirtschaftlichen Ziele der Wirtschaftspolitik stärker einzuwirken, hängt von zusätzlichen Annahmen über die Art und die Intensität der Verknüpfung zwischen monetären und realen Faktoren ab, die sich wiederum bei Monetaristen und Neokeynesianern unterscheiden, jedoch nicht mehr Gegenstand dieser Ausführung sein können.

---

<sup>32</sup> Von Juni 1972 bis April 1973 ist die Geldbasis unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich vorgenommenen Erhöhungen der Mindestreservesätze nicht gewachsen, während das Kreditvolumen um ca. 12 % zugenommen hat.

## **Zusammenfassung**

### **Aktiva-Reserve und Offenmarktpolitik in kontroversen geldtheoretischen Konzepten**

Trotz der seit Juni 1972 stark restriktiven Geldpolitik der Deutschen Bundesbank ist die wirtschaftliche Entwicklung in der Bundesrepublik durch steigende Inflationsraten gekennzeichnet. Daher werden neuerdings Zweifel geäußert, ob die Bundesbank überhaupt in der Lage ist, über eine Beeinflussung der Geldmenge und des Kreditvolumens die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage einzuschränken. Da allerdings trotz der kontraktiven Politik jene monetären Aggregatgrößen nahezu unvermindert weiter wachsen, könnte das Versagen der Notenbankpolitik seine Ursache auch darin haben, daß die geldpolitischen Instrumente der Bundesbank nicht ausreichen, diese Größen wirksam zu kontrollieren. Auf diesem Hintergrund sind in den letzten Monaten ein Plan der Bundesbank zur Einführung einer Aktiva-Reserve, ein anderer vom Sachverständigenrat zu einer wirksameren Ausgestaltung der Offenmarktpolitik entwickelt worden.

Im vorliegenden Beitrag wird nachgewiesen, daß beiden Reformkonzepten unterschiedliche Auffassungen über den Transmissionsmechanismus monetärer Impulse zugrunde liegen. Hinter dem Vorschlag zur Umgestaltung der Offenmarktpolitik steht die Vorstellung der Monetaristen, daß die Notenbank die monetäre Expansion nur dann kontrollieren kann, wenn sie die Versorgung mit Zentralbankgeld im Griff hat. Demgegenüber basiert der Aktiva-Reserveplan auf der Hypothese der Neokynesianer, daß das Kreditvolumen überwiegend endogen determiniert ist und daher von der Währungsbehörde unmittelbar gesteuert werden muß.

Das Hauptanliegen dieses Artikels besteht darin, die Reformpläne im Wirkungszusammenhang der jeweiligen geldtheoretischen Ansätze zu analysieren und gleichzeitig zu untersuchen, inwieweit die empfohlenen Instrumente geeignet sind, die Effizienz der Notenbank in der Phase der Hochkonjunktur zu verbessern.

Die geldpolitischen Schlußfolgerungen der Analyse lauten, daß die Notenbank die Geldmenge und das Kreditvolumen als gleichrangige Zielgrößen verstehen sollte. Diese doppelte Zielstellung ihrer Politik erfordert auch eine Neuorientierung ihrer Instrumente. In einer abschließenden Betrachtung wird gezeigt, daß Aktiva-Reserve und umgestaltete Offenmarktpolitik die gemeinsamen Bestandteile eines wirkungsvollen Reformkonzeptes für die Geldpolitik der Bundesbank bilden könnten.

## Summary

### **Asset Reserves and Open Market Policy in Controversial Monetary Theory Conceptions**

Despite the very restrictive monetary policy of the German Bundesbank since June 1972, economic development in the Federal Republic of Germany is marked by rising inflation rates. For this reason doubts have recently been expressed as to whether the Bundesbank is at all in a position to limit overall economic demand by influencing the quantity of money and the volume of credit. However, since those aggregate monetary magnitudes continue to grow at almost undiminished rates despite the contractive policy, the failure of central bank policy might also be due to the fact that the Bundesbank's monetary policy instruments are not sufficient to control these magnitudes effectively. Against this background, in recent months a plan put forward by the Bundesbank for the introduction of an assets reserve and another advanced by the Board of Experts for more effective organization of open market policy have been developed.

This contribution demonstrates that the two reform conceptions are based on different interpretations of the transmission mechanism for monetary impulses. Underlying the proposal for reorganization of open market policy is the conception of the monetarists to the effect that the central bank can control monetary expansion only if it has a firm hold on the supply of central bank money. In contrast, the assets reserve plan is based on the hypothesis of the neo-Keynesians that the volume of credit is determined predominantly endogeneously and must therefore be controlled by the monetary authorities directly.

The chief object of this article is to analyse the reform plans with regard to their impact and simultaneously to examine to what extent the recommended instruments are suitable to improve the efficiency of the central bank in the boom phase.

The conclusions drawn from the analysis in respect of monetary policy are that the central bank should regard the quantity of money and the volume of credit as equal-ranking target magnitudes. This dual objective of its policy also demands reorientation of its instruments. In a concluding consideration of the situation it is shown that an assets reserve and reorganized open market policy might together form components of an efficacious reform conception for the Bundesbank's monetary policy.

## Résumé

### Réserves d'actifs et politique d'« open market » dans la controverse des concepts de théorie monétaire

Malgré la politique monétaire très restrictive de la Bundesbank depuis juin 1972, l'évolution économique en République Fédérale est caractérisée par une inflation accrue. C'est pourquoi on a commencé à douter si la Bundesbank est tout simplement en mesure, par une action sur la masse monétaire et le volume du crédit, de limiter l'expansion de la demande économique globale. Comme de toute façon et malgré une politique restrictive chaque ordre de grandeur monétaire croît sans arrêt, la carence de la banque centrale pourrait également trouver son origine dans le fait que les instruments de politique monétaire de la Bundesbank ne suffisent pas pour contrôler efficacement ces ordres de grandeur. C'est dans cette perspective que deux plans ont vu le jour ces derniers mois, l'un de la Bundesbank tendant à introduire une réserve d'actifs, l'autre du comité d'experts pour développer plus efficacement la politique d'« open market ».

La présente étude démontre que les deux conceptions de réforme sont basées sur des interprétations différentes des mécanismes de transmission des impulsions monétaires. A la base de la proposition de transformer la politique d'« open market » on trouve la conception monétariste, selon laquelle la banque centrale ne peut contrôler l'expansion monétaire que lorsqu'elle maîtrise l'approvisionnement en monnaie de la banque centrale. Le plan de réserves d'actifs se base par contre sur l'hypothèse néokeynesienne, que le volume de crédit est surtout déterminé intrinsèquement et doit par conséquent être déterminé directement par les autorités monétaires.

Le but de l'article consiste à analyser les plans de réforme en relation avec les théories monétaires s'y rapportant et d'examiner simultanément dans quelle mesure les moyens préconisés sont aptes à améliorer l'efficacité du rôle de la banque centrale dans la phase de haute conjoncture.

L'analyse conclut sur le plan de la politique monétaire que la banque centrale doit saisir que la masse monétaire et le volume des crédits constituent deux ordres de grandeur équivalents. Ce double objectif de sa politique requiert également une nouvelle orientation des ses moyens. Une considération finale démontre que la réserve d'actifs et la politique d'« open market » pourraient constituer des éléments communs d'une conception efficace de réforme de la politique monétaire de la Bundesbank.