

# Die Rolle der Banken in der Geldpolitik

Von Horst Bockelmann, Frankfurt/Main

Geld ist in modernen Volkswirtschaften eine Verbindlichkeit von Banken, nicht nur der Notenbank, sondern auch der Kreditinstitute. Die zum Geld gerechneten Verbindlichkeiten sind nur ein Teil der gesamten Bankverbindlichkeiten, doch schwankt ihr Anteil an den gesamten Verbindlichkeiten der Banken nur in relativ engen Grenzen; die Entwicklung der Geldmenge entspricht in großen Zügen der des Bilanzwachstums des gesamten Bankensystems\*.

Um geldpolitische Wirkungen erzielen zu können, muß die Notenbank deshalb vor allem in der Lage sein, auf das Bilanzwachstum des Bankensystems Einfluß zu nehmen.

## Der Wachstumsprozeß der Bankbilanzen

Wie kommt es zum Wachstum der Bankbilanzen? Die Frage führt häufig zu unnötigen Verständigungsschwierigkeiten zwischen Theoretikern und Bankpraktikern. Die einzelne Bank weiß, daß sie ihr Geschäft nur in dem Maße ausweiten kann, wie es ihr gelingt, zusätzliche Gelder an sich zu ziehen. Kurzfristig können entsprechende Zinsgebote einer gut renommierten Bank erhebliche Mittel zuführen, aber eine solide und rentable Ausweitung des Geschäfts setzt eine entsprechende Pflege der Kundschaft, u. U. die Eröffnung neuer Zweigstellen und ähnliche Anstrengungen, voraus. Die einzelne Bank kann mit Recht auf eine so erreichte überdurchschnittliche Geschäftsausweitung stolz sein, denn sie be-

---

\* Von der Summe der Passiva in der konsolidierten Bilanz des Bankensystems entfielen am Jahresende 1966 27,4 % auf  $M_2$ , die gleiche Prozentzahl errechnet sich für Ende 1969 und Ende 1972; die Schwankungsbreite für die übrigen Jahre liegt zwischen 26,5 % und 27,8 %. Der Anteil von  $M_1$  ist ziemlich stetig leicht gefallen von 19,2 auf 16,4 %. Aber nicht nur in Relation zu den Beständen, auch bei den Veränderungen im Jahr ergibt sich eine relativ große Konstanz.  $M_2$  hat an der Summe der Jahresveränderungen von Geldvolumen, Quasigeld und Geldkapital seit 1967 gleichbleibend einen Anteil von 30 - 35 %. Bei  $M_1$ , das zinsempfindlicher ist, sind die Schwankungen jedoch etwas größer.

weist, daß sie sich mehr als andere das Vertrauen ihrer alten Kunden erhalten und das Vertrauen neuer Kunden gewonnen hat.

Wir müssen aber nun die Brücke schlagen von den einzelwirtschaftlichen zu den gesamtwirtschaftlichen Aussagen. Es geht nicht um das Geschäftsvolumen einer einzelnen Bank, sondern um das aller Banken zusammen. Wenn eine Bank höhere Zinsen als andere für Termingelder bietet, so mag sie damit ihr eigenes Geschäftsvolumen erhöhen, aber das einer oder mehrerer anderer Banken wird, wenn man diesen Vorgang für sich betrachtet, im genau gleichen Umfang abnehmen. Das Bilanzwachstum aller Banken in einem Lande kann man also nicht mit der Geschicklichkeit der Bankleitungen bei der Behandlung ihrer Einleger erklären. Ich muß dies mit einem Körnchen Salz versehen: Ich gehe dabei von Verhältnissen wie in der Bundesrepublik aus, wo wir einen umfassenden Bankbegriff haben und bankähnliche Institutionen fast keine Rolle spielen, so daß das Problem der „Disintermediation“, der Ausschaltung der Banken zugunsten anderer Einrichtungen oder direkter Kreditbeziehungen, ohne große Bedeutung ist.

Mit dieser Einschränkung gilt aber, daß es beim Wachstum der Bankbilanzen nicht auf das Verhalten der Banken bei der Mittelbeschaffung, sondern auf ihre Dispositionen über vorhandene Gelder ankommt. Wenn sich eine Bank liquider fühlt, als sie für nötig hält, wird sie versuchen, ihre Aktiva zugunsten ertragreicherer, aber weniger liquider Aktiva umzuschichten; nehmen wir als Beispiel die Gewährung eines Kredites. Lohende Anlagemöglichkeiten für überschüssige Liquidität lassen sich in aller Regel finden.

In einem gewissen Umfang mag statt der geplanten Umschichtung der Aktiva eine Bilanzverlängerung bei derselben Bank eintreten, doch kann darauf keine Bank mit Sicherheit rechnen. Im übrigen verschafft die Kreditgewährung einer Bank anderen Banken Einlagen und eine Verbesserung ihres Liquiditätsstatus, auf den diese Banken ihrerseits durch Umschichtung ihrer Aktiva im Sinne höherer Erträge und wieder verminderter Liquidität reagieren. Ein einmal gegebener Anstoß zur Kreditausweitung pflanzt sich so im Bankensystem fort, bis keine der beteiligten Banken mehr liquider ist, als sie sein möchte. Im Zuge dieser Anpassung sind die Bilanzen der Banken insgesamt gewachsen. Hier sehen wir also den Übertragungsmechanismus am Werk, der, auf einen Anstoß hin, das Wachstum der Bankbilanzen in Gang setzt.

Das ist natürlich nichts anderes als die Theorie der multiplen Krediterschöpfung, auch der Geldschöpfung. Ich habe mich bemüht, es so zu be-

schreiben, daß es nicht als Theorie erscheint, die richtig oder falsch sein kann, sondern als eine schlichte Tatsache, von der die Geldpolitik und das Verständnis der Geldpolitik auszugehen hat. Die Verständigungsschwierigkeiten zwischen Ökonomen und Bankpraktikern über die Wirkungen jeder Liquiditätshaltung von weniger als 100 % rührten zum großen Teil daher, daß die Theoretiker versuchten, die Zusammenhänge an vereinfachten Modellen darzustellen, während die Praktiker insistierten, daß sich ihr Geschäft so nicht abspielte, wie es die Modelle beschrieben.

Kreditschöpfung und Geldschöpfung wurden in den Modellen in der Regel identifiziert, weil die Modellbanken außer Kasse nur ein Aktivum — Kredite — und nur ein Passivum — Geld — hatten, so daß Kredit- und Geldvolumen in den Bankbilanzen annähernd (bis auf die Kasse) gleich waren. Da aber der Kassenbestand schon in den Händen der Einleger Geld gewesen war, stimmen hier Kredit- und Geldschöpfung genau überein.

In Wirklichkeit sind nicht alle Passiva der Banken Geld. In dem Maße, in dem Krediten andere Passiva als Geld gegenüberstehen, hat die Kreditgewährung nicht zu einer Ausdehnung des Geldvolumens, ergo offenbar nicht zu einer Geldschöpfung geführt. Daraus wird mitunter geschlossen, daß es zwei Arten von Kreditgewährung gebe, nämlich Kreditvermittlung, bei der das Kreditinstitut lediglich zugeflossene Einlagen weitervermittelt, und Kreditschöpfung, die neue Einlagen, in Sonderheit Geldvolumen, schafft. Ich bin der Meinung, daß sich diese Unterscheidung auf die Geschäftstätigkeit von Kreditinstituten nicht anwenden läßt. Jede Bank ist davon abhängig, daß ihr Einlagen zufließen oder daß sie Schuldverschreibungen absetzt etc. Und in jedem Falle wachsen die Passiva des Bankensystems im Ganzen bei gegebener Liquiditätslage dann und nur dann, wenn Banken glauben, sich im Interesse höherer Erträge eine Verschlechterung ihres Liquiditätsstatus leisten zu können und ihre Aktiva in diesem Sinne umschichten. Welche Passiva dabei wachsen, entscheiden nicht die Banken, sondern ihre Kunden. Entscheidend für das Bilanzwachstum des Bankensystems sind somit primär die Liquiditätslage der Banken und die Vorstellungen der Banken über die erforderliche Liquiditätshaltung; diese Vorstellungen richten sich selbstverständlich auch danach, wie die Passiva einer Bank zusammengesetzt sind. Bei gegebener Liquiditätsausstattung wird das Bilanzwachstum also um so stärker sein, je geringer die Abzugswahrscheinlichkeit der Passiva von den Banken eingeschätzt wird, z. B. wird ein nachlassen-

des Wachstum der Spareinlagen im Vergleich zu anderen Einlagen das Bilanzwachstum unter sonst gleichen Umständen schwächen.

### Die Einflußmöglichkeiten der Notenbank

Welche Möglichkeiten besitzt nun die Notenbank, auf die entscheidenden Faktoren einzuwirken, also bei einer genügend großen Zahl von Banken eine positive Divergenz zwischen ihrer tatsächlichen und ihrer gewünschten Liquiditätslage entstehen oder verschwinden zu lassen. Theoretisch könnte sie entweder auf die tatsächliche Liquiditätslage oder auf die gewünschte Liquiditätslage einwirken. Die Geldpolitik wird in der Regel die Vorstellungen der Banken über die gewünschte Liquiditätslage nur indirekt beeinflussen können. Von Bedeutung sind hierfür allerdings die Liquiditätsgrundsätze des Bundesaufsichtsamtes. Die Geldpolitik muß bei der tatsächlichen Liquiditätslage ansetzen.

Es ist wichtig, sich klarzumachen, daß es hier um die einzelwirtschaftliche Liquiditätslage der Banken geht und nicht etwa um die Ausstattung der Banken mit freien Liquiditätsreserven, d. h. mit Aktiva, die sie aus eigener Initiative in Zentralbankgeld umwandeln können. Das ist nur dann das gleiche, wenn sich Banken bei ihrer einzelwirtschaftlichen Liquiditätsvorsorge ganz oder in einem gewissen Mindestumfang, den sie auf keinen Fall unterschreiten wollen, auf die zu den freien Liquiditätsreserven zählenden Aktiva stützen, wie es lange Zeit tatsächlich der Fall gewesen ist. Unter dieser Voraussetzung konnte die Bundesbank die monetäre Entwicklung in ihrem Sinne steuern, wenn sie die freien Liquiditätsreserven der Banken unter Kontrolle hatte, was ihr unter den außenwirtschaftlichen Bedingungen der letzten Jahre allerdings erhebliche Schwierigkeiten bereitete.

Doch wir wollen den außenwirtschaftlichen Aspekt hier zunächst noch beiseite lassen, damit die für die Geldpolitik so wichtigen Beziehungen zwischen der Notenbank und den Kreditinstituten deutlicher werden. Es ist nämlich keineswegs zwangsläufig, daß die Banken liquide Aktiva im Sinne der freien Liquiditätsreserven als notwendigen Bestandteil ihrer Liquiditätsvorsorge ansehen. Tun sie das nicht, so kann die Bundesbank mit einer Variierung der freien Liquiditätsreserven die Liquiditätslage der einzelnen Banken nicht oder jedenfalls nicht entscheidend beeinflussen und verliert damit die genannte Einflußmöglichkeit auf die monetäre Entwicklung, die ihr unter den vorher beschriebenen Bedingungen zu Gebote stand.

Jedoch wäre es falsch, hieraus den Schluß zu ziehen, daß das Bankensystem sich durch eine bloße Änderung in seinen Liquiditätsdispositionen aus dem Einflußbereich der Notenbank lösen könnte. Ein Teil der Zahlungen, auf den sich die Banken bei ihrer einzelwirtschaftlichen Liquiditätsvorsorge einzustellen haben, ist in Zentralbankgeld zu leisten. Wachsen die Bankbilanzen, so nimmt auch der Bargeldumlauf zu, und das Mindestreserve-Soll wächst parallel zu den reservepflichtigen Verbindlichkeiten. Die einzelne Bank kann kurzfristige Forderungen an andere Banken mobilisieren, um ihren Bedarf an Zentralbankgeld zu decken. Aber damit reißt sie bei anderen Banken ein Loch in der Zentralbankgeldhaltung auf. Die Liquiditätslage der Banken verschlechtert sich, und die positive Divergenz zwischen tatsächlicher und gewünschter Lage, auf die es nach unseren Überlegungen ankommt, verschwindet mehr oder weniger rasch, wenn die Banken sich kein zusätzliches Zentralbankgeld beschaffen können. Die Notenbank verfügt aufgrund ihres Monopols der Zentralbankgeldschöpfung also über einen außerordentlich wirksamen Hebel, um die Liquiditätslage der Banken zu beeinflussen. Kann sie diese Machtstellung zur Geltung bringen, so müßte sie die monetäre Entwicklung weitgehend unter Kontrolle haben.

Der Eindruck, daß sich die Banken durch veränderte Liquiditätsdispositionen dem Einflußbereich der Notenbank entziehen könnten und daß das vom legitimen Gewinnstreben der Banken in Gang gesetzte und in Schwung gehaltene Wachstum der Bankbilanzen durch keine Liquiditätsbremse zu stoppen sei, kann jedoch entstehen, wenn die Banken über freie Liquiditätsreserven verfügen, die sie nicht als notwendigen Bestandteil ihrer Liquiditätsvorsorge betrachten. Freie Liquiditätsreserven können ex definitione von den Banken nach Bedarf in Zentralbankgeld umgewandelt werden. Die Verschlechterung der Liquiditätslage der Banken, die bei einem Wachsen der Bankbilanzen durch den Verbrauch an Zentralbankgeld an sich eintreten müßte, bleibt aus, wenn die Banken potentielles Zentralbankgeld besitzen, das sie nicht für unentbehrlich halten und deshalb zur Schließung jeder Zentralbankgeldlücke benutzen können. Ich möchte diesen für das Verständnis der Geldpolitik wichtigen Punkt noch einmal zusammenfassen: Die Steuerung des Bilanzwachstums der Kreditinstitute über eine Verknappung der freien Liquiditätsreserven setzt voraus, daß eine genügend große Zahl von Banken ihren Bestand an solchen Aktiva unter keinen Umständen unter ein bestimmtes Minimum absinken lassen will und sich in ihren geschäftlichen Dispositionen so verhält, daß dies gewährleistet ist. Gibt es kein solches — von Null verschiedenes — Minimum, so wirkt auch ein geringer Bestand an sol-

chen Aktiva noch expansiv und nicht kontraktiv, wie man es früher gewöhnt war. Die Notenbank kann dann ihrem gesetzlichen Auftrag, die monetäre Entwicklung unter Kontrolle zu halten, nur genügen, wenn sie die freien Liquiditätsreserven beseitigt und selbst die Initiative für die Schaffung von Zentralbankgeld in der Hand behält.

### **Liquiditätsvorsorge der einzelnen Banken mit oder ohne „freie Liquiditätsreserven“**

Wieso ging aber die Notenbank bisher davon aus, daß die Banken freie Liquiditätsreserven benötigen, während sie nun festzustellen glaubt, daß das nicht der Fall ist? Die Zentralbank hat eine gesetzliche Verantwortung für das Geldwesen ihres Landes. Sie setzt ihre Instrumente global ein. Aber den Banken gegenüber ist sie traditionell aus dieser Rolle herausgetreten. Als „Bank der Banken“ hat sie den einzelnen Banken Kreditlinien eingeräumt, nicht zur Vermeidung einer Notlage, sondern als Regelfall, in der Annahme, daß dies nötig sei, damit ganz normale Banken ihre Funktion erfüllen könnten. Auf diese Weise entstanden in erster Linie die freien Liquiditätsreserven in dem Sinne, wie sie die Bundesbank je nach den wechselnden institutionellen Gegebenheiten definiert hat. Solche Regelungen sind sicher angebracht, wenn die Geld- und Finanzmärkte, an denen die Banken beteiligt sind, zu wenig entwickelt sind, um den einzelnen Banken eine genügende Dispositionsbasis zu bieten. Sie sind dagegen überflüssig und — wie wir gesehen haben — vom Standpunkt der Geldpolitik schädlich, wenn die Finanzmärkte einen Entwicklungsstand erreicht haben, der den einzelnen Banken einen ausreichenden Rückhalt außerhalb der Notenbank bietet. In den USA gibt es z. B. keine freien Liquiditätsreserven in unserem Sinne.

Die Banken in der Bundesrepublik haben sich, wie die Entwicklung gezeigt hat, in den letzten Jahren von der Zentralbank als individueller Liquiditätsstütze emanzipiert. Wichtigster Grund war ohne Zweifel die Fortentwicklung der nationalen und internationalen Geldmärkte. Andere Umstände haben aber mitgewirkt. An erster Stelle ist die Zinspolitik zu nennen, die die Notenbank unter dem Zwang der außenwirtschaftlichen Verhältnisse verfolgt hat. Die Sätze der Bundesbank waren im Verhältnis zu den Marktsätzen zu niedrig, es war also sehr kostspielig im Sinne entgangener Erträge, Liquidität in Form der zu den freien Liquiditätsreserven rechnenden Aktiva zu halten, also z. B. die Rediskontkontingente nicht auszunutzen. Das wog um so schwerer, als sich der Wettbe-

werb verschärft hatte und die Erträge unter Druck geraten waren, so daß man bestrebt war, jede Ertragschance zu nutzen. Das alles hätte aber nicht zu einer so weitgehenden Abkehr von eingeübten Gewohnheiten geführt, wenn man nicht Interbankaktiva und zentralbankfähige Aktiva letztlich als vollkommen substituierbar betrachtet hätte, anders als eine frühere Generation von Bankleitern, die erlebt hatte, daß große Banken illiquide wurden und Nostroguthaben einfroren.

Das soll aber nicht so klingen, als ob ein Schuß Leichtsinn in den veränderten Liquiditätsdispositionen stecken müsse. Ich bin überzeugt, daß eine Bank auch ohne zentralbankfähige Aktiva eine im betriebswirtschaftlichen Sinne völlig einwandfreie Liquiditätsvorsorge treffen kann. Deshalb bin ich auch der Meinung, daß die Beseitigung der freien Liquiditätsreserven nicht die Liquidität der Banken in Frage stellt. Ich sehe z. B. keinen Grund, davon zu sprechen, daß die deutschen Banken seit März 1973 wegen der nur noch ganz geringen freien Liquiditätsreserven am Rande der Liquiditätskrise operierten. Von anderer Seite ist gesagt worden, daß damit das Existenzminimum eines funktionsfähigen Bankenapparates erreicht sei. Ich wundere mich über diesen Mangel an Selbstvertrauen. Ich glaube, daß das deutsche Bankwesen, ebenso wie das amerikanische, ohne freie Liquiditätsreserven funktionsfähig ist. Dabei setze ich allerdings voraus, daß die Notenbank unter diesen Bedingungen anders operiert, als wenn es noch freie Liquiditätsreserven gäbe.

Es ist auch keine Frage, daß sich die „Umweltbedingungen“ für die Banken geändert haben, seit sie nicht mehr über freie Liquiditätsreserven verfügen, insbesondere solange die Notenbank einen Restriktionskurs steuert, der unter diesen Bedingungen zwangsläufig wirkt. Die Banken haben zwar seit 1967 eine Verschärfung des Wettbewerbs erlebt, aber, von kurzen Zwischenphasen abgesehen, konnten sie immer in der Expansion einen Ausgleich für die bei steigenden Kosten eher sinkende Zinsspanne finden. Die periodische Liquidisierung von außen und das Reservoir an potentiellern Zentralbankgeld bei sich wandelnden Liquiditätshaltungsgewohnheiten bewirkten, daß die Banken kaum je an eine Grenze ihrer Möglichkeiten stießen, zum Schaden für die Wirksamkeit der Geldpolitik. Das ist seit einem Jahr anders, aber das muß auch anders sein, wenn wir von übermäßigen Expansionsraten des Geldvolumens mit allen Konsequenzen für die Wirtschaftsentwicklung und die Preisstabilität herunterkommen wollen. Das sollte nicht so verstanden werden, als ob ein Zustand ohne freie Liquiditätsreserven gleichbedeutend sein müsse mit einer scharfen Restriktionspolitik. Ob die Geldpolitik unter diesen

Umständen kontraktiv oder expansiv wirkt, hängt im wesentlichen davon ab, in welchem Ausmaß die Notenbank Zentralbankgeld bereitstellt. Den Banken kann auch ohne freie Liquiditätsreserven ihre Liquiditätsausstattung sehr reichlich vorkommen, wenn die Notenbank eine entsprechende Politik betreibt.

Während für „normale“ Banken die Beseitigung der freien Liquiditätsreserven zwar veränderte Bedingungen schafft, aber bei einer entsprechenden Geschäftspolitik keine Liquiditätsprobleme aufwirft, wird die Beschneidung der Rückgriffmöglichkeiten auf die Zentralbank von der kleinen Gruppe jener Banken als existenzbedrohend empfunden, die in der Mittelbeschaffung bei der Notenbank einen Ersatz für die Pflege des Einlagengeschäftes gesehen hat. Von der Rücksichtnahme auf Übergangsprobleme abgesehen, darf das aber die Notenbank nicht hindern, das zu tun, was ihre Politik wirksam macht. Es sollte jedermann klar sein, daß die Aufnahme von Notenbankkredit kein regulärer Teil des Passivgeschäftes einer Bank sein kann. Verschärft werden die Übergangsprobleme allerdings dadurch, daß manche Banken, die sich bisher als eine Art Großhändler in Geld fühlen konnten, weil ihnen andere Banken Liquiditätsüberschüsse überließen, nun erkennen müssen, daß sie ohne eine eigene Basis im Passivgeschäft im Wettbewerb nicht mithalten können. In Zeiten wirksamer restriktiver Geldpolitik erweisen sich auch die Liquiditätsüberschüsse anderer Banken nicht als sichere Existenzgrundlage eines Bankgeschäftes.

Ich würde übrigens die Einführung eines geldpolitisch motivierten Liquiditätsrichtsatzes, mit dem den Banken die Haltung von freien Liquiditätsreserven zur Pflicht gemacht würde, vor allem aus der heutigen Lage heraus, nicht für eine Verbesserung des geldpolitischen Instrumentariums halten. Zu einem Zeitpunkt, als die Banken noch über hohe freie Liquiditätsreserven verfügten, konnte man darüber anderer Ansicht sein. Im Prinzip ist dieser Weg gangbar. Die Fähigkeit der Banken, ihre Bilanzen auszuweiten, wird wirksam begrenzt, wenn ihnen das Halten bestimmter liquider Aktiva in Relation zu ihren gesamten Verbindlichkeiten zwingend vorgeschrieben wird und zugleich gesichert ist, daß die Notenbank den Bestand der betreffenden liquiden Aktiva ausreichend unter Kontrolle hat. Man müßte aber ähnlich wie bei der Mindestreserve die Anforderungen nach Arten von Verbindlichkeiten differenzieren. Es würde eine zweite Form der Mindestreserven neben die erste treten, ohne daß geldpolitisch etwas gewonnen würde.

### Voraussetzungen einer wirksamen Geldpolitik

In einem System ohne freie Liquiditätsreserven, so hatte ich gesagt, müßte die Notenbank die Bilanzausweitung der Banken und damit die monetäre Entwicklung durch eine entsprechende Dosierung der Zentralbankgeldschöpfung unter Kontrolle halten können, denn der Zusammenhang zwischen dem Bilanzwachstum und dem Zentralbankgeldbedarf der Banken ist eng. Offensichtliche Voraussetzung einer erfolgreichen Politik auf dieser Basis ist jedoch, daß die Zentralbank Zentralbankgeld nur dann und nur in dem Umfang schafft, wie es nach ihrem Urteil der angestrebten monetären Entwicklung entspricht. Jeder Zugzwang für die Zentralbank, jedes Geschäft, bei dem nicht von ihr die Initiative ausgeht oder dem sie sich nicht entziehen kann, schwächt die Machtstellung der Notenbank.

Hier muß ich nun endlich von dem Haupthindernis sprechen, dem eine erfolgreiche Geldpolitik in den vergangenen Jahren begegnet ist: Den Devisenzuflüssen in die Bundesrepublik, die die Notenbank im System fester Wechselkurse oft genug zwangen, gegen ihren Willen Zentralbankgeld zu schaffen. Ohne auf die damit zusammenhängenden Probleme der internationalen Währungsordnung weiter eingehen zu wollen, möchte ich feststellen, daß es die Geldpolitik erschwert und im Extremfall zur Wirkungslosigkeit verurteilt, wenn die Notenbank zum Devisenankauf verpflichtet ist. Die Aufhebung der Interventionspflicht gegenüber dem Dollar hat erst die Voraussetzung für die gegenwärtige wirksame Politik geschaffen. Die Devisenankäufe der Notenbank aufgrund der Interventionspflicht innerhalb der Schlange haben sich bisher in wesentlich geringeren Größenordnungen gehalten; starke Devisenbewegungen in der Schlange schaffen zudem nicht nur im Zuflußland, sondern auch im Abflußland Probleme, so daß Gegenmaßnahmen auf beiden Seiten ergriffen werden.

Im Zusammenhang mit den Devisenankäufen möchte ich noch einmal zurückblenden auf die freien Liquiditätsreserven; ich sagte, daß sie in erster Linie aus der Rolle der Notenbank als Bank der einzelnen Banken erwachsen seien. Eine zweite Ursache für die Entstehung der freien Liquiditätsreserven lag in dem Zielkonflikt zwischen den binnenwirtschaftlichen Erfordernissen der Geldpolitik und den außenwirtschaftlichen Verpflichtungen der Zentralbank. Weil die Notenbank zum Devisenankauf verpflichtet war und damit mehr Zentralbankgeld schaffen mußte, als ihr binnenwirtschaftlich vertretbar erschien, versuchte sie mit dem Angebot von Geldmarktpapieren aus der Mobilisierung ihrer Ausgleichs-

forderungen an den Bund (seit 1967 auch darüber hinaus) und durch die Übernahme der Kurssicherung für kurzfristige Auslandsanlagen aktuelles Zentralbankgeld in den Händen der Banken in potentiell Zentralbankgeld „abzudrängen“, in der zweifellos zutreffenden Einschätzung, daß durch die Verzinsung der Anreiz zur Umschichtung in andere Anlagen und damit die expansive Wirkung vermindert werden würde. Ohne die anhaltenden starken Devisenzuflüsse in die Bundesrepublik hätte es vermutlich freie Liquiditätsreserven der Banken schon früher kaum noch gegeben, denn die Banken hätten in Ermangelung anderer Zentralbankgeldquellen nicht umhin gekonnt, ihre Refinanzierungskontingente weitgehend auszunutzen, und die Bundesbank hätte ihnen höhere Kontingente vermutlich nur zugestanden, wenn sie sich ihrer Kontrolle über die monetäre Entwicklung sicher gewesen wäre. Die außenwirtschaftlichen Schwierigkeiten haben also die Geldpolitik in vielfältiger Weise behindert.

Auf einen anderen Bereich, in dem die Zentralbank in Zugzwang und damit in Kollision mit ihren geldpolitischen Intentionen geraten kann — die Kreditgewährung der Notenbank an den Staat —, brauche ich nicht weiter einzugehen. Das Bundesbankgesetz enthält verschiedene Vorkehrungen gegen eine übermäßige Kreditgewährung der Notenbank an die öffentliche Hand. In der Bundesrepublik hat dieses Problem, das lange Zeit als die Inflationsursache schlechthin gegolten hatte, noch keine Rolle gespielt.

### **Technische Aspekte einer Geldpolitik durch Zentralbankgeldsteuerung**

Damit komme ich zu den mehr technischen Aspekten der Geldpolitik durch Zentralbankgeldsteuerung, wie sie sich nach einigen Monaten Erfahrung darstellen. Das Problem liegt hier im wesentlichen darin, daß die Notenbank zwar ihren eigenen Vorstellungen über die bereitzustellende Zentralbankgeldmenge Geltung verschaffen muß, aber dies nicht ohne Rücksicht auf saisonale und andere Schwankungen des Zentralbankgeldbedarfs tun kann. Die Banken sind bekanntlich verpflichtet, im Monatsdurchschnitt Zentralbankguthaben in Höhe des Mindestreserve-Solls zu unterhalten. Eine Fülle von Vorgängen, auf die die Banken keinen Einfluß haben und die sie nur in Grenzen voraussehen können, verändert laufend den Stand ihrer Guthaben bei der Notenbank. Wenn die Abflüsse überwogen, griffen sie früher auf ihre freien Liquiditätsreserven zurück. Heute können die Banken insgesamt in einem solchen

Fall nicht aus eigener Kraft das Mindestreserve-Soll erfüllen, sie brauchen dazu die aktive Hilfe der Notenbank. Aber das Reserve-Soll, um dessen Erfüllung es hier geht, hängt — von Änderungen der Reserve-Sätze abgesehen — von der Ausweitung der Bankbilanzen, also von der monetären Entwicklung selbst ab. Wir hatten festgestellt, daß die Notenbank diese Entwicklung steuern könne, weil nur sie das für eine Expansion benötigte Zentralbankgeld zu schaffen vermag. Setzt sich die Notenbank aber das Ziel, den Banken stets die Erfüllung des Reserve-Solls ohne jede Einschränkung, auch hinsichtlich der Bedingungen am Geldmarkt, zu ermöglichen, so verzichtet sie darauf, die monetäre Entwicklung zu steuern. Entscheidet sie dagegen allein gemäß ihren Vorstellungen über die wünschenswerte monetäre Entwicklung, wieviel Zentralbankgeld sie bereitstellt, so ist den Banken u. U. die Erfüllung des Reserve-Solls unmöglich. Die Tagesgeldsätze schnellen in die Höhe, ohne daß es am Geldmarkt zum Ausgleich kommt. Das Instrument der Mindestreserve wird unterminiert, weil ein Gebot, dessen Erfüllung unmöglich ist, seine Wirksamkeit verliert.

Jede der beiden Alternativen ist unbefriedigend. Die Notenbank muß einen Weg zwischen den geschilderten Extremen finden, d. h. sie muß sehen, was sie zugunsten von „orderly conditions“ am Geldmarkt, von denen in den USA oft die Rede ist, tun kann, ohne ihre eigentliche geldpolitische Zielsetzung aus dem Auge zu verlieren. Die Schwierigkeiten ergeben sich vor allem daraus, daß das Reserve-Soll — nicht nur wegen des zweiwöchigen Vorlaufs der reservepflichtigen Verbindlichkeiten — zeitlich hinter den geschäftspolitischen Entscheidungen der Banken herhinkt. Wenn das Reserve-Soll zur Erfüllung ansteht, können die Banken durch Zurückhaltung im Kreditgeschäft oder auf andere Weise nichts mehr tun, um das Soll zu vermindern. Aber von den Schwierigkeiten der Banken bei der Erfüllung des Reserve-Solls können ihre heutigen Entscheidungen so beeinflußt werden, daß morgen die monetäre Entwicklung — und das Reserve-Soll — den Vorstellungen der Notenbank besser entspricht.

Dies ist ein zugegebenermaßen sehr komplizierter Sachverhalt. Besonders unsere akademischen Kritiker neigen wohl zu der Ansicht, daß die Notenbank ohne jede Rücksicht auf die Folgen für die Erfüllung des Reserve-Solls ihre quantitativen Entscheidungen treffen sollte. Die Banken verstehen dagegen nicht, warum die Notenbank nicht für ein reibungsloses Funktionieren des Geldmarktes sorgt. Ich glaube, daß der Mittelweg der einzig mögliche ist: Die Geldpolitik durch Zentralbank-

geldsteuerung kann sich nicht sozusagen mechanisch des Zusammenhangs zwischen Zentralbankgeld und monetärer Entwicklung bedienen. Die Notenbank kann ihr Monopol der Zentralbankgeldschaffung nur dazu benutzen, Bedingungen zu schaffen, unter denen die Banken sich so verhalten, daß sich die von der Notenbank angestrebte monetäre Entwicklung ergibt.

Ich hatte zu Anfang meiner Darlegungen versucht zu entwickeln, auf welche Bedingungen es dabei ankommt. Danach lösen bei den einzelnen Banken positive Divergenzen zwischen tatsächlicher und gewünschter Liquiditätslage expansive, negative Divergenzen kontraktive monetäre Wirkungen aus. Eine restriktive Notenbankpolitik muß also zu erreichen suchen, daß möglichst viele Banken lieber liquider sein möchten als sie sind, auf keinen Fall aber ihren Liquiditätsstatus verschlechtern wollen. Dabei kommen Zins- und Risikomomente zusammen. Wenn es schon der Zins fast attraktiver macht, entbehrliche Gelder liquide am Geldmarkt auszuleihen, so läßt der Drang der Banken, ihre Aktiva zugunsten ertragreicherer, aber weniger liquider Anlagen umzuschichten, sehr stark nach. Davon abgesehen wird es den Banken auch geraten erscheinen, sich liquide zu halten, wenn sie beobachten, wie schwierig es geworden ist, Fehlbeträge am Geldmarkt zu decken.

Ein hohes Zinsniveau am Geldmarkt hat nach diesen Überlegungen einen starken kontraktiven Effekt, und zwar besonders dann, wenn die Zinsen am Geldmarkt die im Kreditgeschäft erzielbaren Erträge deutlich übersteigen. Doch ist das ein temporäres Phänomen, die Zinssteigerungen am Geldmarkt strahlen auf alle anderen Finanzmärkte, vor allem auf die für Gelder gleicher Fristigkeit, aus. Die restriktive Wirkung, die zunächst von den Banken und ihrem Kreditangebot ausging, muß nach dieser Zinsanpassung vor allem von der Kreditkundschaft kommen, d. h. es muß ein Zinsniveau erreicht werden, das auch eine durch Inflationserwartungen stimulierte Kreditnachfrage abschreckt.

### **Die Rolle der Zinssätze in der Geldpolitik**

Damit bin ich bei der Rolle der Zinssätze in der Geldpolitik angelangt. Mir scheint, daß bei dieser Frage die größten Mißverständnisse über die Wirkungsmöglichkeiten der Geldpolitik zusammenkommen. Eines möchte ich gleich konzedieren: Extreme Geldmarktsätze an ein, zwei Tagen sind kein taugliches Mittel der Geldpolitik. Im übrigen aber ist es ganz un-

vermeidlich, daß die Zinssätze, angeführt von den Geldmarktsätzen, hoch sind, wenn die Notenbank das Angebot an Zentralbankgeld knapp hält, solange das Bankensystem noch ein höheres Expansionsstempo hat, als mit dieser Zentralbankgeldmenge vereinbar ist. Es zeugt also wohl von einer geringen Vertrautheit mit ökonomischen Grundtatbeständen, wenn der „*Economist*“ im vergangenen Jahr eine Zinsabrüstung forderte und in diesem Zusammenhang schrieb: „A country which wants to regain control over its internal demand needs to control money supply rather than interest rates.“ Offenbar wurden hier Erkenntnisse der Monetaristen mißverstanden; diese haben darauf hingewiesen, daß man nicht gleichzeitig ein quantitatives Ziel und ein Zinsziel verfolgen könne. Wählt man aber das quantitative Ziel, dann muß man die Zinskonsequenzen akzeptieren. Ebenso gilt, daß eine Politik der Zinsstabilisierung den Verzicht auf die Kontrolle über die Quantitäten zur Folge hat.

Von verschiedenen Seiten ist 1973 der Notenbank geraten worden, sie solle die Zinsstruktur ändern. Die Zinsstruktur bildet sich am Markt, wobei Zinserwartungen eine große Rolle spielen. Hält der Markt z. B. den Zinshöhepunkt für erreicht, so ist es natürlich, daß die kurzfristigen Zinssätze die langfristigen deutlich übersteigen. Der langfristige Zinssatz ist sozusagen ein Durchschnitt aus über den gesamten Zeitraum nacheinander erwarteten kurzfristigen Zinssätzen.

Es ist auch gesagt worden, daß Zinsen Kosten seien und daß sich die deutsche Wirtschaft so hohe Zinsen, wie sie gegenwärtig noch bestehen, nicht lange leisten könne. Niemand bestreitet, daß Zinsen Kosten sind, nur deswegen dämpfen sie ja die Nachfrage, allerdings nur, wenn die Politik so konsequent geführt wird, daß eine Überwälzung dieser Kosten aussichtslos erscheint. Eine wirksame Geldpolitik ohne Zinsen, die auch dann noch hoch erscheinen, wenn man die erwartete Inflationsrate abzieht, wäre nur vorstellbar, wenn Kontingente, availability-Effekte an die Stelle von Preisen träten. Wer also keine hohen Zinsen will, muß entweder sagen, daß er keine restriktive Geldpolitik will oder daß er für eine Plafondierung eintritt.

### **Möglichkeiten der Offenmarktpolitik**

Die wenigen Monate einer Geldpolitik durch Zentralbankgeldsteuerung seit März 1973 verdienen zwar diese Charakterisierung in dem Sinne, daß die Banken während dieser Zeit nicht über nennenswerte freie

Liquiditätsreserven verfügten. In anderer Hinsicht entsprachen sie aber nicht dem Bild, das man sich normalerweise von einer solchen Politik machen würde. Die Zentralbank war nämlich wiederholt zur Schaffung von Zentralbankgeld gegen ihren Willen in beträchtlichem Umfang gezwungen. Sie hat seit März 1973 immerhin für rd. 9 Mrd DM Devisen ankaufen müssen. Eine Zentralbankgeldschöpfung dieser Größenordnung, die sich jeweils innerhalb weniger Tage vollzieht, läßt sich nicht dadurch ausgleichen, daß die Notenbank andere Formen der Zentralbankgeldschöpfung einschränkt oder mit Mitteln der Offenmarktpolitik Zentralbankgeld zurückholt. Offenmarktpolitik ist der Geldpolitik durch Zentralbankgeldsteuerung an sich sehr gemäß, weil sie sich gut dosieren läßt, aber sie ist ungeeignet, in der gebotenen Schnelligkeit ungewollt geschaffenes Zentralbankgeld in Milliardenbeträgen zu absorbieren. Deshalb konnte die Bundesbank nicht umhin, Mindestreservesätze und die Ausnutzungsmöglichkeit der Rediskontkontingente zu verändern.

Man kann übrigens mit Offenmarktpolitik auch nicht, sozusagen an den Banken vorbei, unmittelbar die Geldbestände der Nichtbanken verändern, denn die Banken sind es ja, die die Zahlung ihrer Kunden an die Notenbank zu Lasten ihrer Zentralbankguthaben ausführen müssen. Ein Volumen, das für die Wirtschaftsliquidität noch ein marginaler Betrag wäre, würde den Banken schon die Erfüllung ihres Reserve-Solls unmöglich machen. Die Bundesbank müßte also eine „operation-twist“ betreiben und den Banken laufend Liquidität zuführen, damit sie fortfahren könnte, der Wirtschaft Liquidität zu entziehen — sicher keine sinnvolle Strategie. Tatsächlich ist auch in den klassischen Ländern der Offenmarktpolitik entgegen einer weit verbreiteten Meinung diese primär nie anders denn als ein Mittel zur Veränderung der Reserve-Position der Banken eingesetzt worden.

### Erfolgsaussichten der Geldpolitik

Welches Zeugnis kann man der Geldpolitik der letzten zwölf Monate ausstellen? Hat sich die Bundesbank als fähig erwiesen, die monetäre Entwicklung gemäß ihren Intentionen zu steuern? Bremsspuren in den Bilanzen der Banken sind deutlich zu erkennen. Anfangs hat man sich vielfach gewundert, daß die Kreditausweitung nicht stärker zurückgegangen ist. Die Banken haben darauf hingewiesen, daß sie in den Händen ihrer Kunden waren, denen gegenüber sie sich durch Kreditzusagen gebunden hatten. Nicht selten sollen damals Bankkunden Zusagen zu Zweck-

ken der Zinsarbitrage ausgenutzt haben. Das Volumen der Zusagen, soweit es im Einzelfall bekannt wird, hat auch jetzt noch eine Höhe, die den Erfolg der Geldpolitik als gefährdet erscheinen lassen könnte, wenn es wirklich nur von den Kunden abhängen sollte, ob diese Zusagen in Anspruch genommen werden oder nicht. Die Banken können aber durch „Abwehrezinsen“ die Inanspruchnahme in Grenzen halten. Wenn es nicht diese Ausweichmöglichkeit gäbe, müßte man sich wirklich wundern, woher die Banken den Mut genommen haben, so viele Zusagen zu geben. Die Notenbank mußte deshalb dafür sorgen, daß den einzelnen Banken genügend daran lag, die Inanspruchnahme zu verhindern.

Die Versuchung für Bankenverbände und andere Sprecher der Banken, die Reaktionsmöglichkeiten der Banken auf die Restriktionspolitik als gering hinzustellen, ist sicher groß. Ich bezweifle aber nicht nur, daß eine solche Darstellung den Sachverhalt trifft, sondern auch, daß sie im wohlverstandenen Interesse der Banken liegt. Den Banken müßte selbst an dem Nachweis liegen, daß der Notenbank eine wirksame Geldpolitik möglich ist. Daß es einer Kontrolle der Geldschöpfung bedarf, kann nicht zweifelhaft sein. Sie ist ein Grunderfordernis der arbeitsteiligen Wirtschaftsordnung. Es ist nicht eine nach Deutschland mit Verspätung gelangte Modeerscheinung, sich Sorge um die Kontrolle der Geldschöpfung zu machen. Es ist vielmehr von jeher als eine vorrangige Verantwortung des Staates angesehen worden, für „gutes“, wertstabiles Geld zu sorgen. Als ausreichende Voraussetzung dazu erschien zunächst das staatliche Monopol der Geldschaffung, das Münzrecht. Aber was Geld ist, unterliegt dem Wandel. Die Entwicklung der Banknoten, die zunächst von privaten Banken emittiert wurden, hat die staatliche Kontrolle nach einiger Zeit überall eingeholt. In England wurde 1844 der Bank von England das Banknotenmonopol übertragen, in Deutschland dauerte es nach der Reichsgründung und der Errichtung der Reichsbank noch einige Zeit, bis das Notenmonopol voll verwirklicht war. Aber die Entwicklung der Zahlungsgewohnheiten ging weiter, Giralgeld begann neben das Bargeld zu treten; das Postulat der Kontrolle über die Geldschöpfung war erneut in Frage gestellt.

Es hätte der historischen Tradition entsprochen, wenn auch diese neue Form der Geldschöpfung nach einiger Zeit in staatliche Hände übergegangen wäre. Pläne in dieser Richtung hat es gegeben; in den dreißiger Jahren machte der Chicago Plan von sich reden, der ein 100 p. c. money vorsah, eine völlige Trennung der Giralgeldschöpfung von der Bankkreditgewährung. Uns allen sind derartige Pläne wahrscheinlich immer

abstrus vorgekommen, weil sie so ziemlich das Ende eines Bankwesens in der Form, wie es sich in allen modernen Ländern entwickelt hatte, bedeuten würden. Aber die Zielsetzung des Chicago-Plans — die wirk-same Kontrolle über die Giralgeldschöpfung — kann man nicht ablehnen. Man muß, wenn man nachweisen will, daß es solch radikaler Lösungen nicht bedarf, den Beweis antreten, daß auch auf andere Weise das genannte Ziel zu erreichen ist. Dieser Nachweis ist in erster Linie Sache der Notenbank. Aber den Banken kann das Ergebnis nicht gleichgültig sein.

Ich glaube, meine Ausführungen können nicht so verstanden werden, als ob ich glaubte, die Banken seien an der Inflation schuld. Aber die Banken spielen eine aktive Rolle im Geldschöpfungsprozeß. Sie sind in einem Geschäft tätig, das der privaten Initiative nur mit gutem Gewissen überlassen bleiben kann, wenn die Beteiligten bereit sind, diejenigen Beschränkungen und Eingriffe zu erdulden, die im Interesse einer wirk-samen Steuerung der Geldschöpfung erforderlich sind.

Die allgemeinen Preissteigerungen haben nicht nur eine Ursache, sondern ein ganzes Bündel davon. Ein übermäßiger Anstieg des Geldvolumens ist jedoch nach aller Erfahrung mit jedem inflatorischen Prozeß verbunden. Wenn man die Geldvolumenausweitung verhindert, kann auch der inflatorische Prozeß nicht so ablaufen, wie er es bei einem elastischen Geldangebot tut. Weder die Entwicklung von Geldsurrogaten noch Änderungen der Umlaufgeschwindigkeit heben die primäre Wirkung einer Geldverknappung in entscheidendem Umfang auf. Man muß allerdings damit rechnen, daß vorhandene Ungleichgewichte in der Wirtschaft, die bei elastischem Geldangebot zu Preissteigerungen, zu schleichenden Inflationsprozessen führen, bei starrem Geldangebot sich an anderen Stellen auswirken und andere Fehlentwicklungen verursachen. Deshalb kann nicht die Geldpolitik allein die Verantwortung für eine insgesamt gesehen befriedigende Wirtschaftsentwicklung übernehmen. Sicher läßt sich auch nicht a priori sagen, welcher von den verschiedenen Wegen, auf denen sich Ungleichgewichte auswirken können, wirtschaftspolitisch erträglicher ist. Aber die „schrecklichen Vereinfachungen“ in dieser Hinsicht, die lange Zeit gängig waren, sind zunehmend fragwürdig geworden. Die schleichende Inflation wurde je nachdem als Preis für hohes wirtschaftliches Wachstum oder für Vollbeschäftigung aufgefaßt. Ganz kurzfristig mag etwas daran sein. Doch es scheint, daß dieser

Preis sehr schnell steigt, wenn man allzu leicht geneigt ist, ihn zu zahlen. Schon viele Länder haben Schiffbruch damit erlitten, auf monetäre Disziplin zu verzichten, um höheres Wachstum und höhere Beschäftigung einzuhandeln. Inflation, Stagnation und Unterbeschäftigung schließen sich keineswegs aus. Auf eine wirksame Geldpolitik kann nicht verzichtet werden, wenn die Marktwirtschaft funktionieren und Vollbeschäftigung und wirtschaftliches Wachstum längerfristig gesichert werden sollen.

## Zusammenfassung

### Die Rolle der Banken in der Geldpolitik

Die Entwicklung der Geldmenge entspricht in großen Zügen dem Bilanzwachstum des gesamten Bankensystems; darauf muß die Notenbank Einfluß nehmen, um geldpolitische Wirkungen zu erzielen. Das Bilanzwachstum aller Banken läßt sich nur aus den Dispositionen der einzelnen Banken über ihre Aktiva erklären. Wenn sich eine Bank liquider fühlt, als sie für nötig hält, versucht sie, ihre Aktiva zugunsten ertragreicherer, aber weniger liquider Aktiva umzuschichten. Dabei werden dann andere Banken liquider, als sie sein möchten, und reagieren entsprechend; ein einmal gegebener Anstoß pflanzt sich so im Bankensystem fort, bis bei keiner Bank mehr die tatsächliche von der gewünschten Liquiditätslage abweicht. Auf eine dieser beiden Größen muß die Geldpolitik Einfluß nehmen, um das Bilanzwachstum zu beeinflussen; in der Regel wird dies die tatsächliche Liquiditätslage sein.

Dabei geht es um die einzelwirtschaftliche Liquiditätslage der Banken, und nicht etwa um ihre Ausstattung mit freien Liquiditätsreserven im Sinne zentralbankfähiger Aktiva. Das deckt sich nur insoweit, wie einige Banken diese Aktiva in einem Mindestumfang im Rahmen ihrer Liquiditätsvorsorge halten wollen. Das war lange Zeit tatsächlich der Fall und ermöglichte der Notenbank, die Liquiditätslage der Banken durch Variation der freien Liquiditätsreserven zu beeinflussen. Ist diese Bedingung nicht erfüllt, so kann die Notenbank die Liquiditätslage der Banken nur über die Steuerung der Zentralbankgeldmenge beeinflussen. Freie Liquiditätsreserven in dem oben genannten Sinne darf es dann aber nicht mehr geben, weil sonst die Steuerung der Zentralbankgeldmenge nicht funktionieren kann. Das Fehlen von freien Liquiditätsreserven ist unter diesen Umständen keineswegs identisch mit einer scharfen Restriktionspolitik. Wie die Geldpolitik wirkt, hängt ganz von dem Ausmaß ab, in dem die Notenbank Zentralbankgeld bereitstellt. Den Banken kann auch ohne freie Liquiditätsreserven ihre Liquiditätsausstattung sehr reichlich vorkommen, wenn die Notenbank eine entsprechende Politik betreibt.

Das Problem der Zentralbankgeldsteuerung liegt im wesentlichen darin, daß die Notenbank zwar ihren eigenen Vorstellungen über die bereitzustellende Zentralbankgeldmenge Geltung verschaffen muß, aber dies nicht ohne Rücksicht auf saisonale und andere Schwankungen des Zentralbankgeldbedarfs tun kann. Sie kann sich des engen Zusammenhangs zwischen Zentralbankgeld und monetärer Entwicklung nicht sozusagen mechanisch bedienen. Sie muß ihr Monopol der Zentralbankgeldschaffung dazu benutzen, Bedingungen zu schaffen, unter denen die Banken sich so verhalten, daß die von der Notenbank angestrebte monetäre Entwicklung eintritt. Dabei kommen Zins- und Risikomomente zusammen. Wenn es schon vom Zins her fast attraktiver ist, disponible Gelder liquide am Geldmarkt auszuleihen, läßt der Drang der Banken, ihre Aktiva zugunsten weniger liquider Aktiva umzuschichten, — und damit global gesehen das Bilanzwachstum — sehr stark nach. Davon abgesehen wird es den Banken auch geraten erscheinen, sich liquide zu halten, wenn sie beobachten, wie schwierig es geworden ist, Fehlbeträge am Geldmarkt zu decken. Hohe Geldmarktsätze haben deshalb einen starken kontraktiven Effekt, besonders solange die Banken ihre Zinssätze im Aktivgeschäft noch nicht den gestiegenen Geldbeschaffungskosten angepaßt haben. Nach dieser Anpassung muß die Restriktionswirkung vor allem von der abschreckenden Wirkung des erreichten Zinsniveaus auf die Kreditnachfrage kommen.

Kurzfristig sind die Reaktionsmöglichkeiten der Banken auf eine Veränderung ihrer Lage, die von der Geldpolitik herbeigeführt wird, begrenzt, wobei den Kreditzusagen besondere Bedeutung zukommt. Doch müßte den Banken selbst an dem Nachweis liegen, daß der Notenbank eine wirksame Geldpolitik möglich ist. Eine Kontrolle der Geldschöpfung ist ein Grunderfordernis der arbeitsteiligen Wirtschaftsordnung.

## Summary

### The Role of the Banks in Monetary Policy

The trend of the quantity of money corresponds roughly to the growth of the balance-sheet totals of the entire banking system; the central bank must exert influence on this trend in order to achieve goals of monetary policy. The growth of the balance-sheet figures of all the banks can be explained only by the dispositions of the individual banks with regard to their assets. If a bank feels its liquidity is greater than it considers necessary, it tries to re-deploy its assets, favouring higher yields and reduced liquidity. In this process other banks then become more liquid than they want to be and react accordingly; once an impetus has been given, it is propagated in the banking system until the *actual* liquidity situation does not diverge from the *desired* situation for

any bank. Monetary policy must exert an influence on one of these two magnitudes in order to influence the growth of balance-sheet figures; as a rule the actual liquidity situation will be chosen.

The issue here is the individual liquidity situation of the banks and not, say, their stock of free liquidity reserves in the sense of assets permitting recourse of the central bank. The one corresponds to the other only to the extent that some banks want to hold a minimum of such assets within the framework of their liquidity precautions. For a long time this was indeed the case, and it enabled the central bank to influence the liquidity situation of the banks by variation of the free liquidity reserves. If this condition is not satisfied, the central bank can influence the liquidity situation of the banks only by regulating the quantity of central bank money. Then there ought to be no more free liquidity reserves in the above-mentioned sense, because otherwise regulation of the quantity of central bank money cannot function. The lack of free liquidity reserves under such circumstances is by no means identical with a stringent restrictive policy. How monetary policy acts depends entirely on the extent to which the central bank makes central bank money available. Even without free liquidity reserves the banks may feel their liquidity is very ample, if the central bank pursues an appropriate policy.

The problem of regulating the quantity of central bank money lies essentially in the fact that the central bank must, of course, gain acceptance of its own ideas as to the quantity of central bank money which should be made available, but cannot do so without taking account of seasonal and other fluctuations in the need for central bank money. It cannot make use mechanically, so to speak, of the close relationship between central bank money and the monetary trend. It must utilize its monopoly in creating central bank money to provide conditions under which the banks behave in such a manner that the monetary trend aspired to by the central bank actually takes place. Here there is a combination of interest-rates and risk elements. If, in consideration of the interest rate, it is almost more attractive to lend out disposable money on the money market with a good degree of liquidity, the urge of the banks to redeploy their assets in favour of less liquid assets — and from the overall standpoint in favour of growing balance-sheet figures — is very greatly diminished. Apart from this, the banks will deem it advisable to preserve liquidity, if they observe how difficult it has become to cover deficiencies on the money market. High money market rates therefore have a strong contractive effect, particularly as long as the banks have not adjusted their interest rates for advances to the increased cost of procuring money. Following that adjustment, the restrictive effect must come primarily from the deterrent effect of the attained interest level on demand for credit.

In the short run, the banks' possible means of responding to a change in their situation caused by monetary policy are limited, in which connection special

importance attaches to promises of credit. But the banks themselves should be interested in demonstration of the fact that it is possible for the central bank to pursue an effective monetary policy. Control of the creation of money is a basic requirement for an economic order based on division of labour.

## Résumé

### Le rôle des banques dans la politique monétaire

Le développement du volume monétaire correspond en gros traits à l'expansion bilantaire de l'ensemble du système bancaire; la banque centrale doit donc pouvoir exercer une influence sur cette expansion afin d'obtenir des effets de politique monétaire. L'expansion bilantaire de toutes les banques résulte des dispositions de chaque banque à propos de ses actifs. Lorsqu'une banque s'estime plus « liquide » qu'elle ne le juge nécessaire, elle s'efforce de transformer ses actifs en placements plus rémunérateurs, mais moins liquides. De ce fait d'autres banques deviennent plus « liquides » qu'elles ne le souhaitent et réagissent en conséquence. Une poussée unique se répercute à travers tout le système bancaire et elle ne peut prendre fin que lorsque dans chaque banque la situation effective des liquidités correspond à la situation désirée. La politique monétaire doit agir sur l'une de ces deux grandeurs aux fins d'influencer l'expansion des bilans; en règle générale, l'on choisit d'agir sur la situation des liquidités réelles.

Il convient de souligner que l'on vise la situation liquide économique de chaque banque et nullement ses réserves de liquidités libres, c. à d. les actifs réescomptables. Ces deux notions ne se recouvrent que dans la mesure où certaines banques entendent conserver ces actifs aussi réduits que possible dans le cadre de leurs précautions de liquidités. Ce fut d'ailleurs le cas longtemps, ce qui a permis à la banque centrale d'influencer la situation de liquidité des banques par des variations portant sur les réserves liquides libres. Lorsque cette condition n'est plus remplie, la banque centrale ne peut agir que par le biais du volume monétaire qu'elle injecte. Les réserves liquides libres dont question ci-avant ne peuvent alors plus exister sous peine de paralyser l'action de la banque centrale sur le volume monétaire. L'absence de réserves liquides libres n'est dans ces circonstances nullement identique à une politique de restriction rigoureuse. L'effet de la politique monétaire dépend intégralement de la mesure dans laquelle la banque centrale fournit un certain volume monétaire propre. Les banques peuvent disposer largement de moyens liquides sans réserves liquides libres si la banque d'émission pratique de la politique requise.

Le principal problème de l'action sur la monnaie de la banque centrale réside dans le fait que celle-ci, si elle a sa conception sur le volume à mettre

à disposition, doit tenir compte de variations saisonnières et d'autres fluctuations qui se répercutent sur les besoins. Elle ne peut exploiter « mécaniquement » l'étroite corrélation existant entre la monnaie de la banque centrale et l'évolution monétaire. Elle doit user de son monopole d'émission monétaire afin de créer les conditions dans lesquelles les banques se comportent de manière désirée par la banque centrale. Il y a lieu de retenir que peuvent se présenter conjugués des aspects de risques et de taux d'intérêt; si pour des raisons de rémunération, il est intéressant de prêter des fonds disponibles au marché monétaire, la volonté des banques de transformer leurs liquidités en actifs moins liquides — et donc également et globalement l'expansion bilantaire — aura tendance à s'évanouir.

Indépendamment de ce qui précède, les banques estimeront justifié de demeurer « liquides » dès qu'elles constateront la difficulté de couvrir des erreurs de placement sur le marché monétaire. Des taux élevés sur le marché monétaire ont de ce fait un effet contractif important, en particulier aussi longtemps que les banques n'auront pas adapté leurs taux des opérations actives aux taux créditeurs déjà relevés. Après l'adaptation, l'effet restrictif doit surtout provenir des répercussions négatives du taux d'intérêt atteint pour retomber sur la demande de crédit.

A court terme, les possibilités de réaction des banques à une modification de leur situation engendrée par la politique monétaire, sont limitées, une importance particulière devant être accordée aux autorisations de crédit. Les banques doivent aussi reconnaître qu'il est indispensable que la banque centrale puisse pratiquer une politique monétaire efficace. Le contrôle de la création monétaire est une exigence fondamentale d'une économie pratiquant la division du travail.